

# 三季度基本面持续好转，利润增速快于营收增速

## ——国防军工行业 事件点评

2018年11月12日

看好/维持

国防军工 | 事件点评

姓名	分析师陆洲	执业证书编号：S1480517080001
	Email:luzhou@dxzq.net.cn	Tel:010-66554142
姓名	分析师王习	执业证书编号：S1480518010001
	Email:wangxi@dxzq.net.cn	Tel:010-66554034
姓名	研究助理张卓琦	执业证书编号：S1480117080010
	Email:Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel:010-66554018

### 事件：

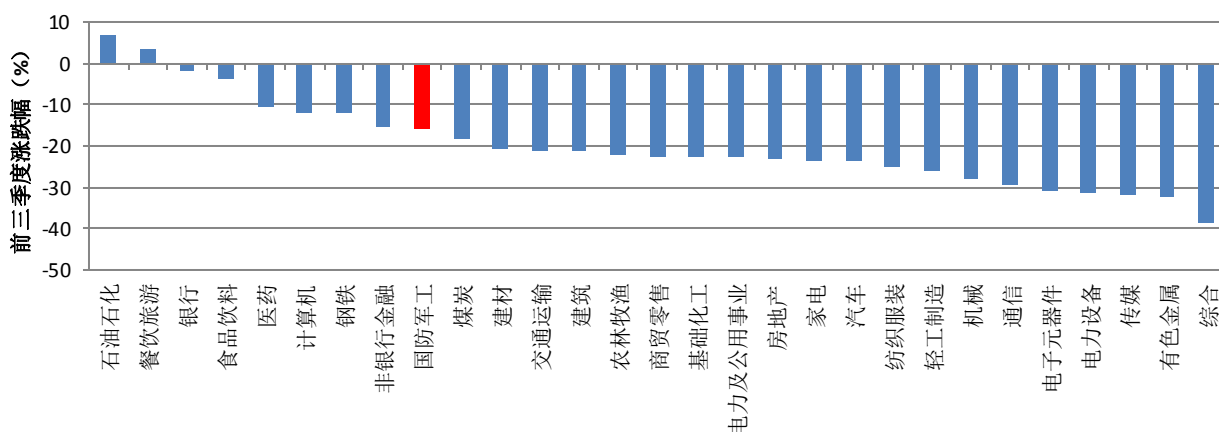
截止10月31日，中信国防军工指数61家上市公司（以下简称军工板块）2018年三季度报发布完毕。前三季度军工板块整体实现总营收2211.3亿元，同比增长15.2%；实现净利润88.6亿元，同比增长17.9%。

### 观点：

#### 1、回调幅度有所收窄，净利润增速快于营收增速。

9月30日，中信国防军工指数收报5430.03点；截止2018年前三季度，中信军工指数跌幅为15.72%，在29个一级行业排名第9位，最高点触及6828点，最低点下调到4469点，今年以来保持震荡下跌趋势。

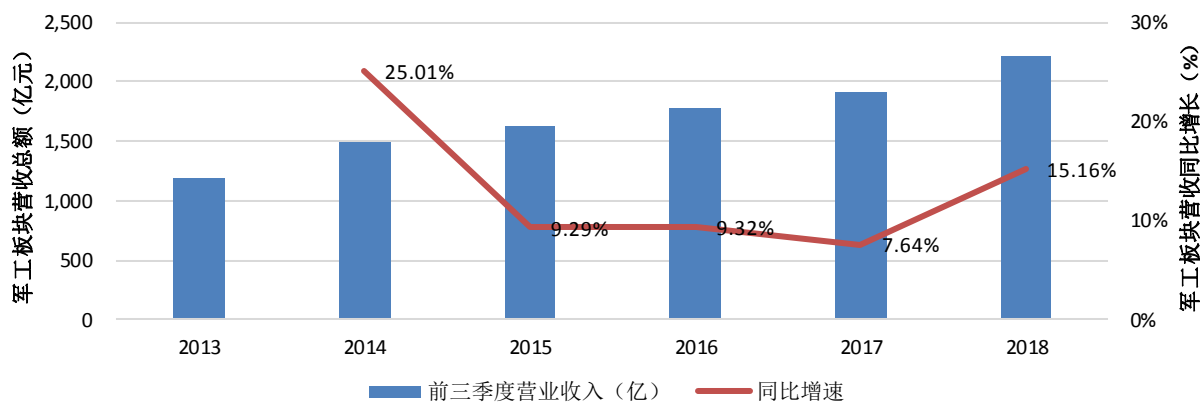
图1：中信一级行业2018年前三季度指数涨跌幅榜



资料来源：Wind，东兴证券研究所

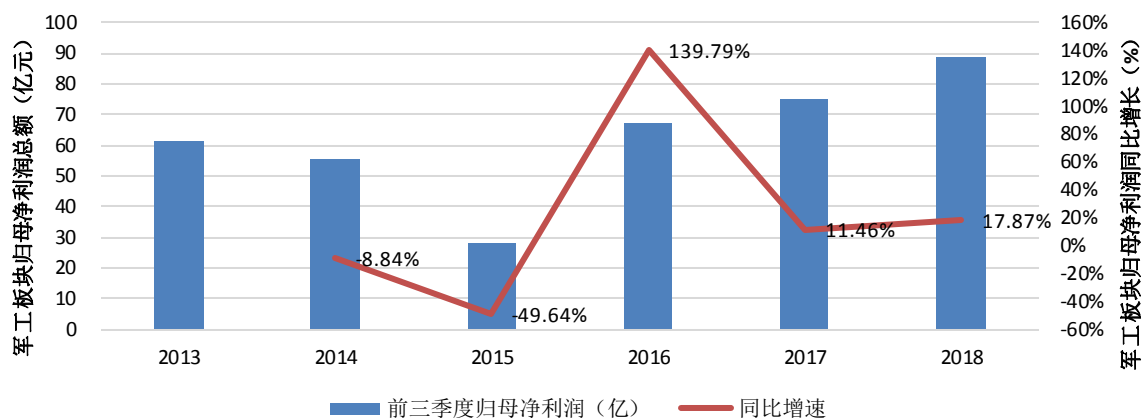
今年国防军工板块三季度营收增速出现向上拐点。统计2013-2018年前三季度中信61家上市公司业绩，我们发现营收均实现正增长，归母净利润在2015年有明显的下降，在2017年没有明显的同比变化，但今年重回增长轨道。2015年军改对于军工行业订单和收入确认影响较大，目前来看这种不利影响正在逐步消除。2018年前三季度军工板块实现营业总收入2211.3亿元(+15.2%)，实现净利润85.3亿元(+17.9%)，营收和净利润增速都快于2017年前三季度。

图 2: 国防军工板块近 5 年前三季度营收增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

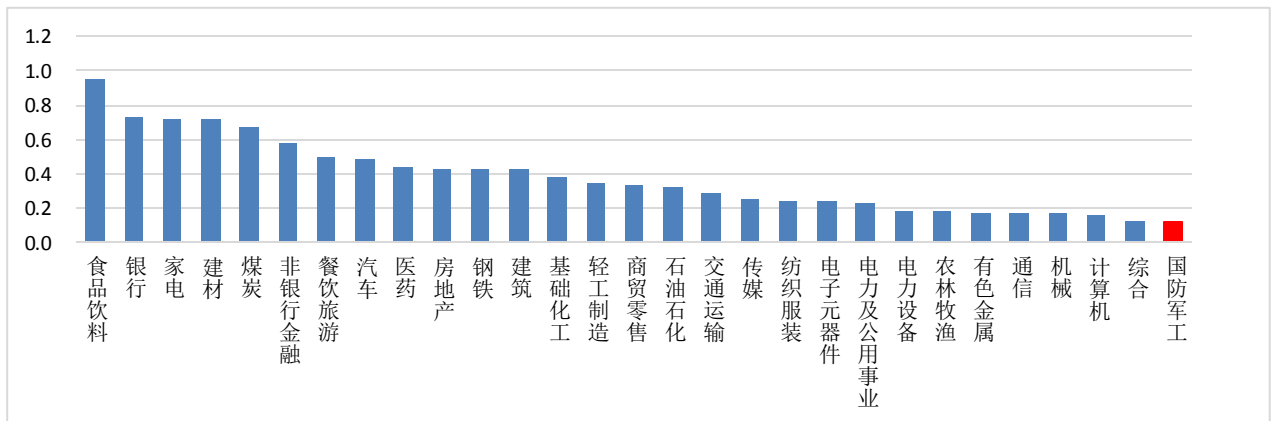
图 3: 国防军工板块近 5 年前三季度归母净利润增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

军工业绩集中在年底确认，EPS 在各行业中排名暂时垫底。国防军工行业收入确认有明显的季节特征，主要集中在第四季度，板块 1-9 月份 EPS 为 0.12 元，在一级行业中排名垫底。

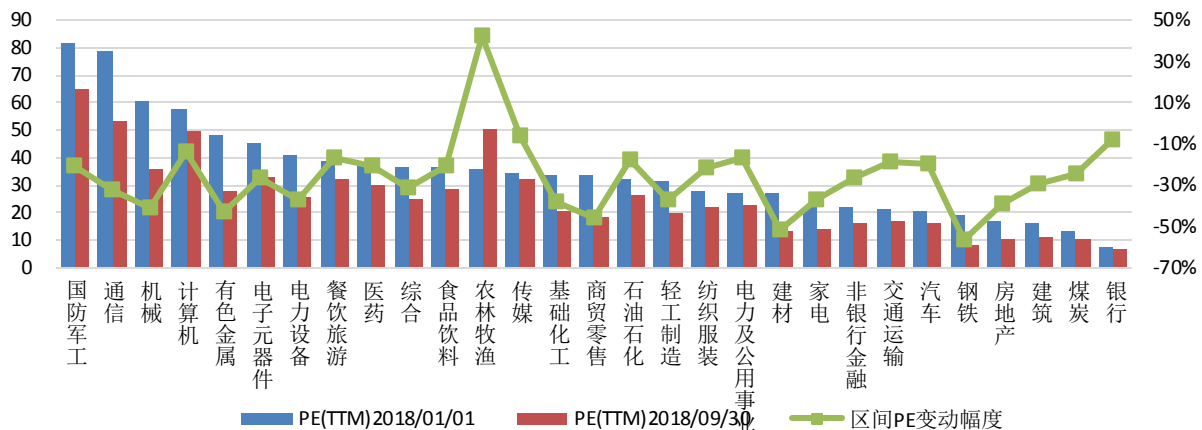
图 4: 中信一级行业指数 2018 年 Q1-Q3 每股收益排名



资料来源：Wind，东兴证券研究所

军工板块估值继续回调，但估值不具有行业可比性，很多军工企业属于成长股，高投入、低增速。受到市场风险偏好走低以及金融去杠杆等因素的影响，国防军工板块估值明显回调，从年初时的平均 82 倍估值下降到三季度末 65 倍估值，估值在中信行业中仍然较高。展望未来，相对于其他行业我们认为军工行业基本面向好确定性最强，目前估值下行空间不大，而十三五中后期订单向好和业绩加速有望逐步消化军工板块的高估值。

图 5: 中信一级行业指数 2018 年前三季度估值



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2、航空板块业绩耀眼，行业利润增速高于营收增速

航空航天系前三季度业绩明显优于电科系，军工行业利润增速明显高于营收增速。在我们重点关注的个股中，航空航天系公司前三季度取得了优异的成绩，而电科系存在明显的业绩下滑。经过统计，航空系净利润同比增长均超过 10%，在所有板块中表现最为抢眼，整机公司继续保持高速增长，上游零部件公司增速业已恢复；航天、兵器类公司增速仍然较快，行业景气度高，全年业绩有保证；航发和船舶类公司开展积极的财务管理，归母净利润增速明显快于营收增速；而电子系的四创电子在报告期内仍处于亏损状态，国睿科技业绩也同比大幅下降，尚未从低谷中恢复过来。

三季度零部件公司业绩明显好于中报。中航光电、航天电器等上游公司三季度业绩回暖，营收、归母净利润同比大幅正增长，说明来自军工下游公司的订单已经消化交付形成业绩。

表 1: 军工板块核心标的前三季度业绩汇总

公司		前三季度营收 (亿元)	前三季度营收 同比增幅 (%)	前三季度利 润 (亿元)	前三季度利润 同比增幅 (%)	ROE (Q3)	PE (TTM)	
航空	整机厂	中航沈飞	115.9	301.4	3.1	172.8	4.3	64
		中航飞机	204.1	4.7	2.3	82.9	1.5	81
		中直股份	81.9	4.9	3.1	12.8	4.2	49
	系统级	中航机电	79.5	8.9	5.0	28.9	5.7	44
		中航电子	46.0	14.0	2.5	12.1	3.4	47
		中航电测	10.2	13.1	1.3	28.8	9.2	43
零部件	中航光电	57.8	28.3	7.0	10.8	13.4	41	
航发	整机厂	航发动力	138.5	6.5	6.5	78.3	2.5	47
	系统级	航发控制	18.7	1.2	2.3	27.2	4.5	65
	零部件	航发科技	13.9	5.8	-0.8	-441.4	-4.4	-164
航天	整机厂	中国卫星	45.3	13.4	2.7	5.2	5.1	53
	系统级	航天电子	90.8	11.0	3.4	8.7	3.0	34
	零部件	航天电器	19.6	8.9	2.7	17.2	10.7	37
兵器	整机厂	内蒙一机	71.6	-1.8	3.5	9.1	4.3	38
	系统级	中兵红箭	30.8	17.4	2.6	885.1	3.4	39
		北方导航	7.2	-29.7	0.0	0.1	0.2	232
		光电股份	11.6	41.1	0.4	118.2	1.9	97
船舶	整机厂	中国重工	298.7	15.3	14.2	28.0	1.9	84
		中船防务	117.6	-24.1	-5.8	-208.4	-5.4	-63
	系统级	中国动力	201.5	4.6	9.9	22.4	3.8	32
		中国海防	1.7	-4.4	0.3	-56.8	2.3	184
电子	整机厂	国睿科技	6.8	-4.2	0.3	-76.7	1.7	84
		四创电子	20.5	-9.0	0.0	-106.7	-0.2	33

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 3、业绩持续向好，着眼未来确定性机会

前三季度军工行业利润同比增长 17.9%，快于营收 15.2% 的同比增速，说明军工企业盈利能力增强，研发进入结果期，生产效率有所提升。我们认为明后两年军工会是少有的确定性很强的行业，向下有订单业绩支撑，向上政策改革期待，同时军工持仓已连续多个季度处于低配，军工整体估值不会再向下，不排除还会有很大的估值溢价机会。

增速符合预期，下游整机厂业绩持续向好。军工行业主要客户是 200 万中国人民解放军，背后是国家军费开支的支持，类似于公益事业，有明显的弱周期性。超过 50% 的国防装备采购预算在明后两年，鉴于采购预算的严肃性和国防发展的必要性，在“十三五”最后两年国防采购必将提速，军工企业订单将逐渐向好，业绩有保证。从目前军工企业三季度情况看，大部分军工企业增速符合预期，下游整机厂业绩持续向好。

上游零部件公司订单消化，业绩释放。中航光电、航天电器等上游公司连续两个季度业绩回暖，营收、归母净利润同比大幅增长，说明来自军工下游公司的订单已经开始消化交付形成业绩。中航光电（三季度单季归母净利润同比增长 23.42%），航天电器（三季度单季归母净利润同比增长 39.57%）。未来运输机、战斗机、直升机等各机型种都已进入放量周期。

整体上军工板块重仓持股比重在三季度触底回升，国防军工市值占比持续向好，预示着军工板块基本趋稳进入底部夯实阶段。以全部基金为统计口径，从基金重仓持股的仓位配置来看，2018 年 3 季度国防军工板块的重仓股持仓比例触底回调至 3.99%，较 2 季度的 3.33% 有所增加，增长了 0.66pct，反映市场对国防军工板块的投资偏好程度在三季度有所回升，板块底部已基本夯实。

重点推荐：中航飞机、中航光电、中航机电、中直股份、中航沈飞、中航电测、国睿科技、四创电子、杰赛科技、卫士通、内蒙一机、航天电器。

表 2: 军工板块 2018 年前三季度 EPS 排名

证券代码	证券简称	EPS (2018 前三季)	同比增速
600990.SH	四创电子	1.3036	166.56%
002179.SZ	中航光电	1.0735	9.03%
002933.SZ	新兴装备	0.9932	-
002935.SZ	天奥电子	0.8886	-
600038.SH	中直股份	0.8141	14.91%
002025.SZ	航天电器	0.7447	12.52%
600482.SH	中国动力	0.7255	7.60%
002664.SZ	长鹰信质	0.6572	8.17%
300722.SZ	新余国科	0.6571	-
300696.SZ	爱乐达	0.6537	-51.40%
600760.SH	中航沈飞	0.5967	389.05%
600893.SH	航发动力	0.5159	20.39%
300474.SZ	景嘉微	0.4631	16.58%
600677.SH	航天通信	0.4492	1205.29%
300719.SZ	安达维尔	0.3794	-
300447.SZ	全信股份	0.3792	6.68%
600967.SH	内蒙一机	0.3656	-15.50%
600118.SH	中国卫星	0.3497	0.42%
002111.SZ	威海广泰	0.3415	-29.64%
300065.SZ	海兰信	0.3198	15.67%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 3: 军工板块 2018 年前三季度 PE (TTM)

证券代码	证券简称	PE 2017Q3	PE 2018Q3	变化
600862.SH	中航高科	66	-1963	-3068.75%
600391.SH	航发科技	243	-164	-167.66%

002190.SZ	成飞集成	108	-40	-136.46%
600685.SH	中船防务	482	-63	-113.01%
600399.SH	*ST 抚钢	131	-4	-102.89%
600677.SH	航天通信	429	21	-95.20%
600760.SH	中航沈飞	276	64	-76.85%
000519.SZ	中兵红箭	148	39	-73.56%
600184.SH	光电股份	354	97	-72.48%
600990.SH	四创电子	118	33	-72.03%
601989.SH	中国重工	216	84	-61.25%
600501.SH	航天晨光	612	238	-61.14%
002664.SZ	长鹰信质	48	20	-58.88%
002413.SZ	雷科防务	114	48	-57.68%
002151.SZ	北斗星通	230	99	-56.95%
300447.SZ	全信股份	67	29	-55.94%
000687.SZ	华讯方舟	102	47	-54.28%
600435.SH	北方导航	498	232	-53.42%
300065.SZ	海兰信	80	39	-50.89%
300101.SZ	振芯科技	426	224	-47.45%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 风险提示：

产品交付不及预期，订单增长不及预期。

## 分析师简介

### 陆洲

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

### 王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

## 分析师承诺

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

## 风险提示

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

## 免责声明

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

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

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

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。