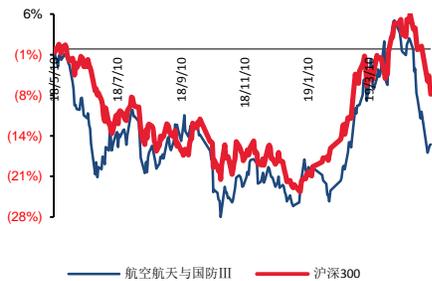


国防军工

军工行业一季报业绩综述：行业基本面继续改善，比较优势凸显

■ 走势对比



■ 子行业评级

■ 推荐公司及评级

中直股份 (600038)	买入
中航光电 (002179)	买入
中航机电 (002013)	买入
菲利华 (300395)	买入
光威复材 (300699)	买入
海格通信 (002465)	买入
台海核电 (002366)	买入
中国核建 (601611)	买入
苏试试验 (300416)	买入

相关研究报告：

证券分析师：刘倩倩

电话：010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190514090001

证券分析师：马浩然

电话：010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120003

报告摘要

2019 年一季度军工板块公募主动型产品持仓环比略降，总体持仓水平已低于历史均值。2019 一季度公募基金持仓军工股比例为 2.49%，环比下降 0.1 个百分点，持股仓位仍然偏低，从历史来看，公募基金持仓比例已低于 2010 年以来平均值 2.88%，下降空间有限。

军工板块一季报：行业基本面继续改善，比较优势凸显

2019 年第一季度，军工板块的营收增速反弹，实现了 20.33% 的同比增速，比 A 股整体增速高出 4.98Pct。军工板块归母净利润增速自 2017Q1 至 2018Q3 持续波动，但在 2018Q4 有所复苏，增速回升至 31.62%，2019Q1 更是创下近两年来的新高，实现了 33.03% 的增速，超过 A 股平均水平 20.58Pct。

下游景气度持续提升，军工企业经营向好。2018 年，军工板块存货、预收账款、经营性现金流量分别同比增长 6.05%、6.29%、0.99%；2019Q1，军工板块存货、预收账款、经营性现金流量分别同比增长 2.75%、15.37%、14.77%，体现出下游需求处于上升趋势。2018 年军工板块经营性现金流量共 426.91 亿元，军工企业回款能力大幅增强。

航空、材料等领域保持良好增长趋势，船舶产业基本面改善明显。从军工板块细分领域利润表来看，营业收入方面，2018 年全年，除船舶行业的增长水平为 9.64%，略低于 10%，其他细分领域均实现了 10% 以上的正增长；2019 年第一季度，除航天行业的营业收入略有下滑，其他细分领域均有所增长。归母净利润方面，2018 年全年，除信息化行业略有下降外，其他行业均有所上升，其中以材料行业和船舶行业增长最为显著，分别同比增长 1662.69% 和 743.55%；2019 年第一季度，所有细分领域的归母净利润均有显著提升，除通航/无人机和信息化行业的增速介于 10%~20% 之间，其他细分领域的盈利能力均有 50% 以上的正增长。

船舶产业复苏显著。2018 年，船舶行业实现营业收入 1082.16 亿元、归母净利润 31.78 亿元，分别同比增长 9.64% 和 743.44%；2018 年度，船舶行业毛利率为 13.46%，较 2017 年下降 1.40Pct，费用率

为 7.29%，同比下降 4.67pct，净利率 2.55%，同比上升 3.27pct。2019 年第一季度，船舶行业实现营业收入 216.22 亿元、归母净利润 9.09 亿元，分别同比增长 27.89% 和 58.94%；2019 年第一季度，船舶行业毛利率为 10.10%，较 2017 年下降 1.65Pct，费用率为 7.91%，同比下降 2.97pct，净利率 4.21%，同比上升 1.05pct。

军工板块下游需求旺盛，信息化板块现金流大幅改善。通航无人机、地面兵装下游景气度提升。2018 年和 2019 年第一季度，通航无人机、地面兵装存货增幅最为明显，2018 年分别提升 17.96%、18.14%，2019 年第一季度分别提升 18.06% 和 11.65%，存货大幅增加意味着下游需求景气度提升。地面兵装、信息化在手订单大幅增加。预收账款反映在手订单情况，2018 年地面兵装和信息化板块预收账款分别提升 79.36% 和 73.06%，2019 年第一季度分别提升 30.56% 和 18.84%。应收账款和票据可以体现公司产品交付情况，船舶、航空板块 2018 年应收账款和票据分别同比增加 33.99% 和 19.27%，2019 年第一季度分别增长 33.38% 和 18.96%，领先于其他行业。信息化板块 2018 年经营性现金流净额为 44.32 亿元，2017 年为 5.82 亿元，主要是在手订单预收账款对现金流造成改善。

国企盈利能力改善，民参军利润增速有所放缓。2019Q1 国企净利率提升 0.74Pct，民参军企业净利率略有下降，同比下降 0.08Pct。2019Q1 军工国企的归母净利润规模同比大幅增长 48.48%，民参军企业增长较少，仅实现 13.45% 的同比增长率。

主机厂业绩延续高增长。从主机厂业绩来看，剔除中航沈飞重组影响后，5 家主机厂 2019Q1 实现营收 140.57 亿元，同比增长 17.64%；归母净利润 2.14 亿元，同比大幅增长 161.90%。利润增速远高于收入增速，可见主机厂的盈利能力改善明显。2019Q1 净利率水平从 0.31% 提升至 1.51%，增长了 1.20pct，期间费用率降低了 2.73pct 达到 7.86% 的水平。

重点推荐标的业绩增长远超行业平均水平。从我们重点推荐的 17 家公司的业绩情况来看，2018 年实现营收 1996.79 亿元，同比增长 9.56%；归母净利润 88.76 亿元，同比增长 7.27%；毛利率 15.30%，同比下降 0.71pct。净利率 4.61%，同比下降 0.09pct。期间费用率大幅下降至 7.02%，同比减少 3.36pct。存货同比下降 7.79%，预收账款上涨 2.60%。2019 年第一季度实现营收 427.45 亿元，同比增长 40.25%；归母净利润 14.14 亿元，同比大幅增长 67.32%；毛利率 13.31%，同比下降 2.00pct。净利率 3.40%，同比上升 0.64pct。期间费用率大幅下降至 7.48%，同比减少 4.85pct。存货同比下降 6.07%，预收账款上涨 9.17%。

目录

一、	一季度公募基金主动军工持仓环比略降，整体水平仍然偏低.....	5
二、	军工板块一季报：行业基本面继续改善，比较优势凸显	7
(一)	航空、材料等领域延续良好增长趋势，船舶行业基本面改善明显	11
(二)	国企盈利能力改善，主机厂业绩延续高增长	15
(三)	重点推荐标的业绩处于板块前列.....	18

图表目录

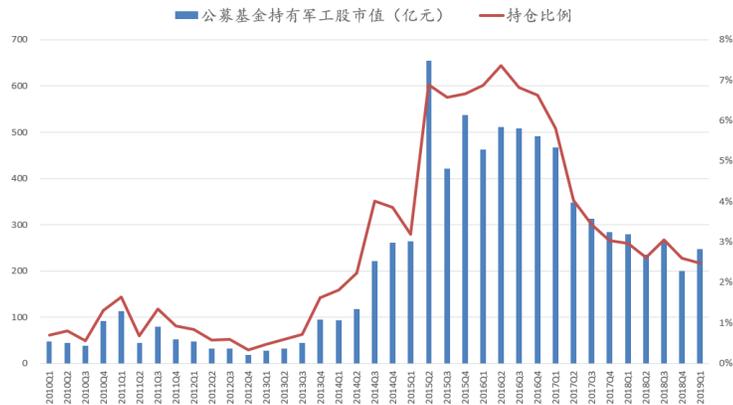
图表 1: 2019 年 Q1 军工板块公募持仓环比略降	5
图表 2: 机构军工股持仓超配比例处于历史低位	5
图表 3: 2019 年 Q1 主动管理型公募基金持仓总市值前十	6
图表 4: 2019 年 Q1 主动管理型公募基金加仓数量前十, 民企占 6 家	7
图表 5: 军工板块营收增速反弹创新高	8
图表 6: 军工板块归母净利润仍保持较快增速	8
图表 7: 利润增速对比 (18VS19Q1)	8
图表 8: 2019Q1 企业盈利区间分布	8
图表 9: 军工板块毛利率保持相对稳定	9
图表 10: 研发投入占比逐年增加, 显著高于 A 股平均水平	9
图表 11: 三费率 (研发费用计入管理费科目)	9
图表 12: 军工板块 ROE 略有回升	10
图表 13: 2018 和 2019Q1 军工板块业绩一览	10
图表 14: 细分领域 2018 年营收增长情况	11
图表 15: 细分领域 2018 年归母净利润增长情况	11
图表 16: 细分领域 2019 年 Q1 营收增长情况	11
图表 17: 细分领域 2019 年 Q1 归母净利润增长情况	11
图表 18: 2019Q1 和 2018 年业绩增速情况	12
图表 19: 军工行业费用率下降	12
图表 20: 2018 年军工子行业毛利率	13
图表 21: 2018 年军工子行业净利率	13
图表 22: 2019 年 Q1 军工子行业毛利率	13
图表 23: 2019 年 Q1 军工子行业净利率	13
图表 24: 2019 年 Q1 子行业 ROE 情况	14
图表 25: 2018 年 Q4 子行业 ROE 情况	14
图表 26: 军工板块下游需求旺盛, 信息化行业现金流大幅改善	15
图表 27: 2018 营收情况	15
图表 28: 2018 归母净利情况	15
图表 29: 2019Q1 营收情况	16
图表 30: 2019Q1 归母净利情况	16
图表 31: 2018 净利率变化情况 (按资产性质分)	16
图表 32: 2018 毛利率变化情况 (按资产性质分)	16
图表 33: 2019Q1 净利率变化情况 (按资产性质分)	16
图表 34: 2019Q1 毛利率变化情况 (按资产性质分)	16
图表 35: 2018 费用率变化情况 (按资产性质分)	17
图表 36: 2019 费用率变化情况 (按资产性质分)	17
图表 37: 军工下游需求趋于旺盛, 民参军企业现金流显著改善	18
图表 38: 军工企业交付情况良好, 民参军企业现金流显著改善	18
图表 39: 主机厂 2018 和 2019Q1 业绩情况 (亿元)	18
图表 40: 14 家重点推荐标的 2018 年度及 2019Q1 业绩情况 (亿元)	19

一、一季度公募基金主动军工持仓环比略降，整体水平仍然偏低

我们选取 132 家军工股作为样本：分析了主动型公募基金 2019 年一季度军工持仓情况（以下若无特殊注明，皆为主动型公募基金持仓）。

2019 年一季度军工板块公募主动型产品持仓环比略降，总体持仓水平已低于历史均值。2019 一季度公募基金持仓军工股比例为 2.49%，环比下降 0.1 个百分点，持仓仓位仍然偏低，从历史来看，公募基金持仓比例已低于 2010 年以来平均值 2.88%，下降空间有限。

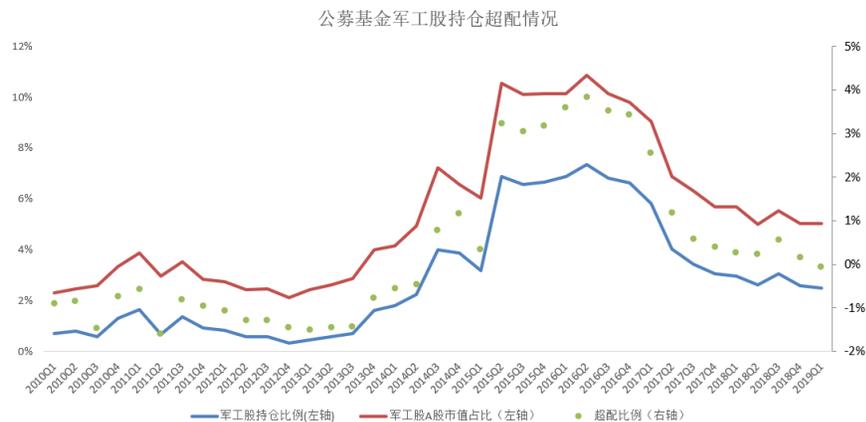
图表 1：2019 年 Q1 军工板块公募持仓环比略降



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2019Q1 军工股 A 股市值占比为 2.55%，公募基金军工股持仓(主动)占比为 2.49%，超配比例为-0.07%，环比下降 0.23 个百分点；2010Q1 至 2019Q1，公募基金军工板块超配比例平均水平为 0.35%，现阶段配置比例处历史均值以下。

图表 2：机构军工股持仓超配比例处于历史低位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

军工行业一季报业绩综述：行业基本面继续改善，比较优势凸显

军工持仓集中度维持高位，较 2018 年四季度略有下滑。2019 年一季度公募基金军工股重仓前十的个股总市值占军工股总持仓市值的 68%，而 2018 年 Q1、Q2、Q3 该比例分别是 64%、68%、79%、75%，2019 一季度环比有所下降但集中度依然处于高位。

持仓总市值前十名名单稳定，一季度总体遭遇减仓。2019 年一季度持仓前十中共有 6 家航空板块公司，持仓市值最大的仍然是中航光电，持有机构数量为 58 家。

受大盘回暖影响，2019 年一季度公募基金持仓军工股市值由 2018 年四季度的 200.59 亿提升至 247.72 亿，除中国重工和中国卫星外，其余个股均遭遇减持。中航机电、中航沈飞、中航飞机被减持股数最多，分别为 5267 万股、1968 万股和 1726 万股。

图表 3：2019 年 Q1 主动管理型公募基金持仓总市值前十

序号	公司	持股总市值(亿元)	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)
1	中航光电	28.89	58	7109.27	-1221.7976	9.06
2	中国重工	24.90	32	42641.99	12995.0701	2.32
3	中直股份	23.52	66	5030.81	-526.7204	8.53
4	中航飞机	18.64	29	10930.98	-1726.0479	3.95
5	航发动力	17.57	29	6656.93	-723.9187	3.42
6	中航沈飞	14.64	34	4469.91	-1967.8765	11.22
7	航天电子	10.91	25	15180.63	-589.7137	6.29
8	中国卫星	10.79	19	4285.57	2774.465	3.62
9	内蒙一机	9.77	33	8097.81	-1299.9132	8.43
10	中航机电	9.65	20	12032.22	-5266.6145	3.33

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

中国重工成为公募基金加仓之冠。受益于船舶行业复苏以及南北船合并预期升温，中国重工获得众机构的青睐，勇夺 2019Q1 加仓之冠。紧随其后的是航天系统的航天发展以及中国卫星，分别位列加仓榜二、三位。

值得注意的是，奥普光电、钢研高纳、大立科技、航天长峰成为公募基金新晋持仓标的；菲利华、台海核电、光威复材继续获得机构加仓，其中菲利华持有机构数量已达 21 家，机构持股比例已高达 10.43%。

图表 4：2019 年 Q1 主动管理型公募基金加仓数量前十，民企占 6 家

序号	公司	持股总市值(万元)	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)
1	中国重工	249029.25	32	42641.99	12995.07	2.32
2	航天发展	79145.00	19	7227.85	6187.41	6.49
3	中国卫星	107867.89	19	4285.57	2774.47	3.62
4	菲利华	53921.71	21	2806.96	1596.10	10.43
5	奥普光电	21295.95	3	1327.68	1327.68	5.53
6	钢研高纳	14376.66	9	1064.94	1064.94	2.53
7	大立科技	4316.20	2	511.40	511.40	1.43
8	台海核电	38207.12	9	2921.03	470.79	5.97
9	航天长峰	7286.96	1	418.31	418.31	1.27
10	光威复材	21883.65	9	381.78	356.92	1.66

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、军工板块一季报：行业基本面继续改善，比较优势凸显

我们基于太平洋证券军工股票池的132只股票，剔除湘电股份（600416）、天海防务（300008）、中船防务（600685）、*ST鹏起（600614）、金盾股份（300411）以及银河电子（002519）等同比大幅亏损公司后，以126只军工行业国企和民参军企业为研究对象，对一季度军工板块业绩情况进行分析。

军工板块营收增速反弹创新高。

A股整体营收增速在2018Q1触底反弹，至2019Q1，A股整体营收增速已反弹至15.35%。军工板块营收增速与A股呈相反态势，自2018Q1到达近四年高点，而后转而向下，于2018Q4，营收增速已跌落至13.91%，低于A股平均水平，相较于2018Q1峰值下降了15.44Pct，营收降低幅度明显。但在2019Q1，军工板块的营收增速反弹，实现了20.33%的同比增速，比A股整体增速高出4.98Pct。

军工板块归母净利润保持较快增速。

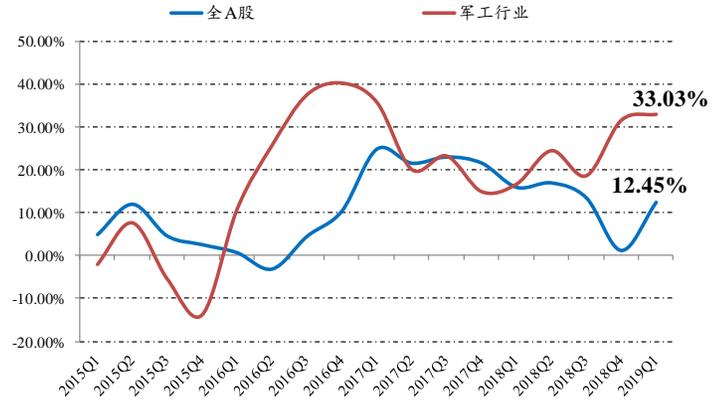
自2017Q1以来，全A股归母净利润增速持续下行，但在2019Q1触底反弹，达到12.45%。军工板块自2017Q1至2018Q3归母净利润增速持续波动，但在2018Q4有所复苏，增速回升至31.62%，2019Q1更是创下近两年来的新高，实现了33.03%的增速，超过A股平均水平20.58Pct。

图表5：军工板块营收增速反弹创新高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

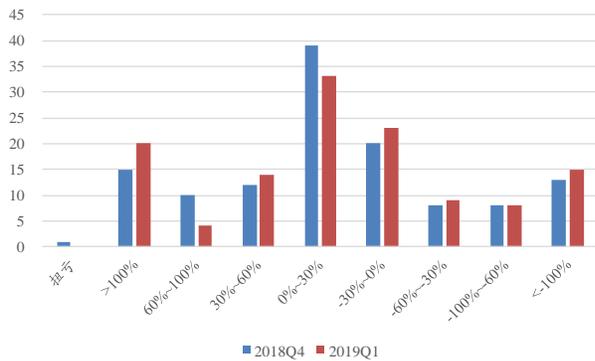
图表6：军工板块归母净利润仍保持较快增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

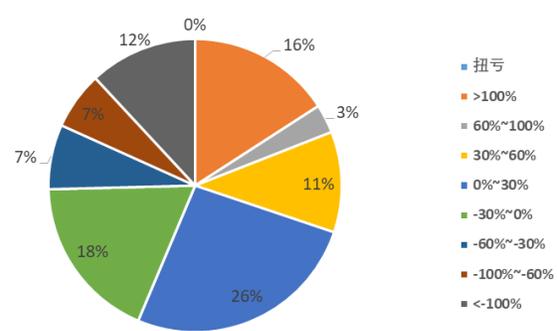
个股角度，19Q1军工板块企业实现正增长的企业共71家，占比56.35%，较2018全年情况下降了4.76个百分点。2019Q1净利润同比增速大于100%的企业数量增加最多，相比2018年Q4增加了5家，60%~100%档位企业数量减少6家，30%~60%档位增加2家，0%~30%档位减少6家；-30%~0%档位公司增加3家。

图表7：利润增速对比（18VS19Q1）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表8：2019Q1企业盈利区间分布

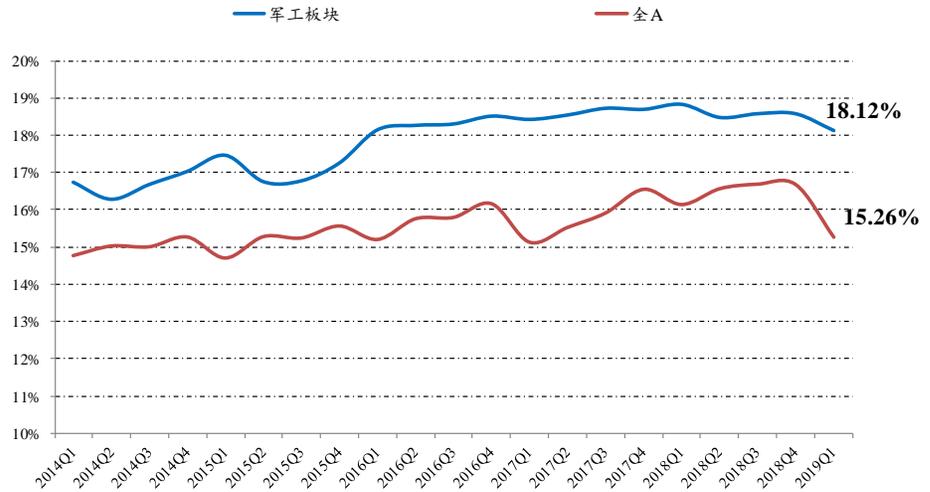


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

军工板块毛利率微有下滑，但总体企稳。

近年来军工板块毛利率保持企稳状态，2019Q1军工板块整体毛利率为18.12%，高出A股平均水平2.86个百分点。环比2018年Q4，军工板块毛利率下降0.46Pct；同比2018Q1，军工板块毛利率下降0.71Pct。总体而言，军工板块毛利率呈现相对较高且稳定的状态。

图表9：军工板块毛利率保持相对稳定

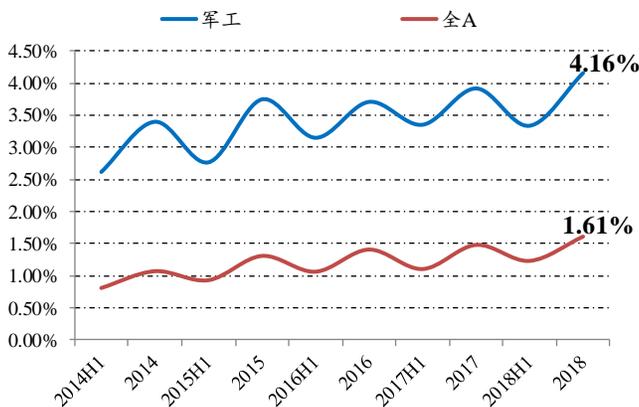


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

研发投入占比逐年增加，管理费用率逐年下降。

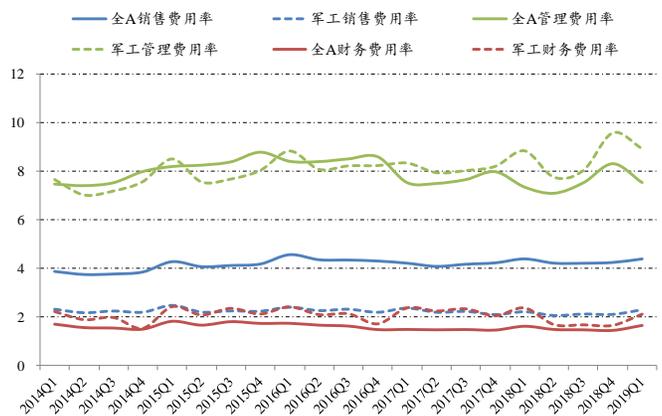
军工板块的研发投入占比逐年增加，2018年军工板块研发投入占营收比例达到4.16%，显著高于A股平均水平2.55Pct。由于三季度会计准则调整，研发费用单独列示后导致管理费用大幅减少，故在此按旧准则分析（研发费用并入管理费用）。2018年全年，军工板块整体期间费用率为13.35%，同比增加1.00Pct，环比增加1.51Pct；2019年Q1，军工板块整体期间费用率为13.34%，同比下降8.74bp，环比下降1.13bp。分费用看，2019年Q1军工板块管理费率环比下降0.65Pct，同比上涨0.11Pct。

图表10：研发投入占比逐年增加，显著高于A股平均水平



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表11：三费率（研发费用计入管理费科目）

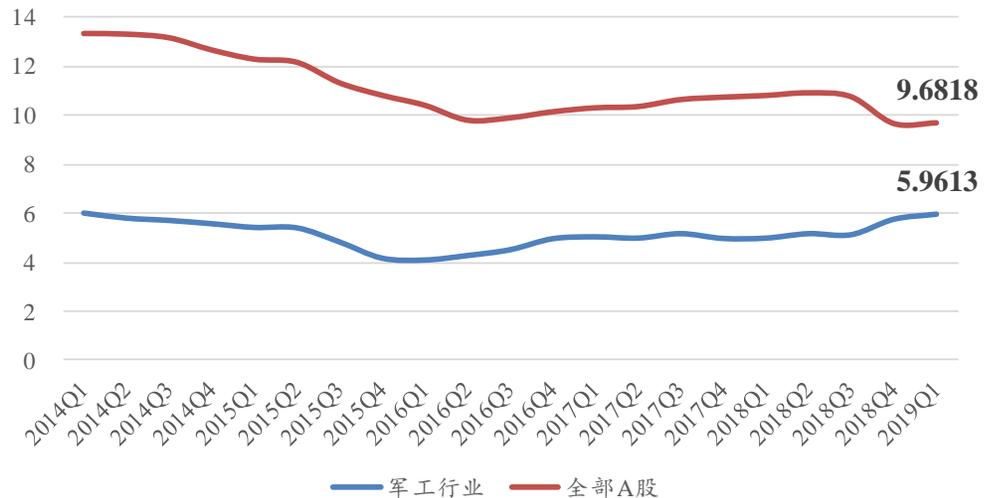


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2019Q1 军工板块ROE略有回升。

自2016Q2以来，A股ROE持续改善，但2018Q3全A股ROE首次出现下滑，达到10.74%。2019Q1，A股ROE逐渐改善，环比增长0.02Pct，军工板块ROE在2019Q1同样略有回升，上升至5.96%，同比增长0.98Pct，环比增长0.21Pct。

图表12：军工板块ROE略有回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

下游景气度持续提升，军工企业经营向好。

2018年，军工板块存货、预收账款、经营性现金流量分别同比增长6.05%、6.29%、0.99%；2019Q1，军工板块存货、预收账款、经营性现金流量分别同比增长2.75%、15.37%、14.77%，体现出下游需求处于上升趋势。2018年，军工板块经营性现金流量共426.91亿元，军工企业回款能力大幅增强。

图表13：2018和2019Q1军工板块业绩一览

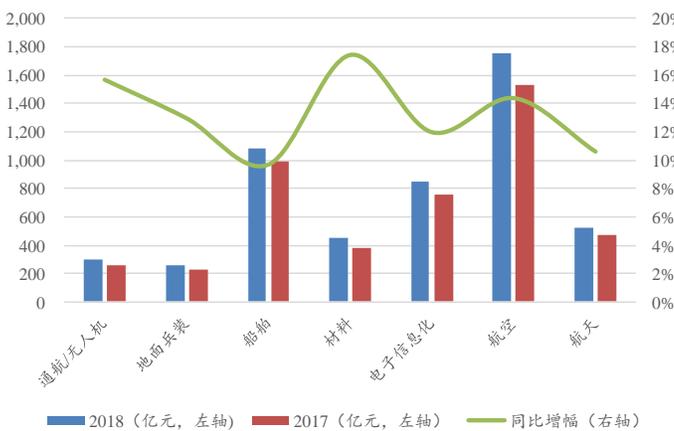
指标	2018	同比	2019Q1	同比
营业总收入 (亿元)	6,260.22	13.06%	1,323.58	20.33%
归母净利润 (亿元)	315.29	31.62%	63.96	33.03%
净利润 (亿元)	357.74	30.18%	77.02	30.87%
毛利率	0.19	-0.33%	0.18	-0.63%
净利率	0.06	0.75%	0.06	0.47%
存货 (亿元)	2,554.96	6.05%	2,559.80	2.75%
预收账款 (亿元)	706.09	6.29%	757.97	15.37%
经营性现金流量 (亿元)	426.91	0.99%	-115.71	14.77%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（一）航空、材料等领域延续良好增长趋势，船舶行业基本面改善明显

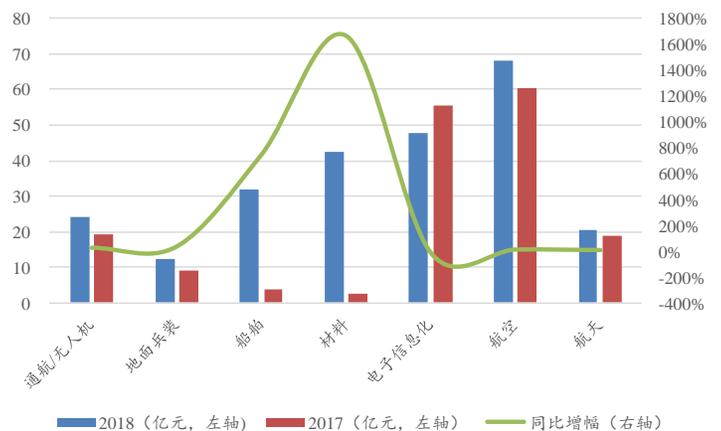
从军工板块细分领域利润表来看，营业收入方面，2018年全年，除船舶行业的增长水平为9.64%，略低于10%，其他细分领域均实现了10%以上的正增长；2019年第一季度，除航天行业的营业收入略有下滑，其他细分领域均有所增长。归母净利润方面，2018年全年，除电子信息化行业略有下降外，其他行业均有所上升，其中以材料行业和船舶行业增长最为显著，分别同比增长1662.69%和743.55%；2019年第一季度，所有细分领域的归母净利润均有显著提升，除通航/无人机和电子信息化行业的增长介于10%~20%之间，其他细分领域的盈利能力均有50%以上的正增长。

图表 14：细分领域 2018 年营收增长情况



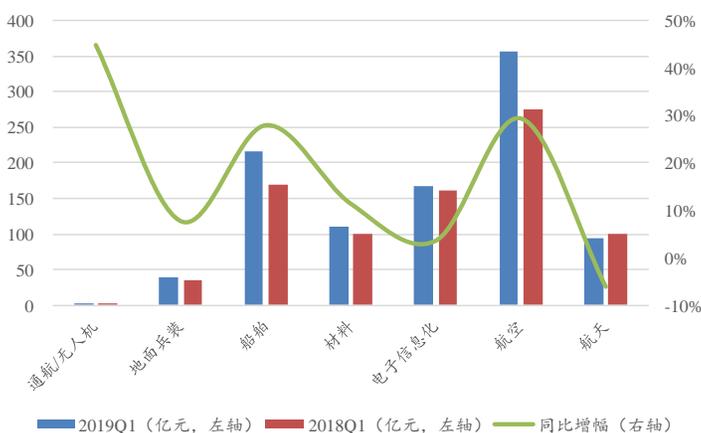
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 15：细分领域 2018 年归母净利润增长情况



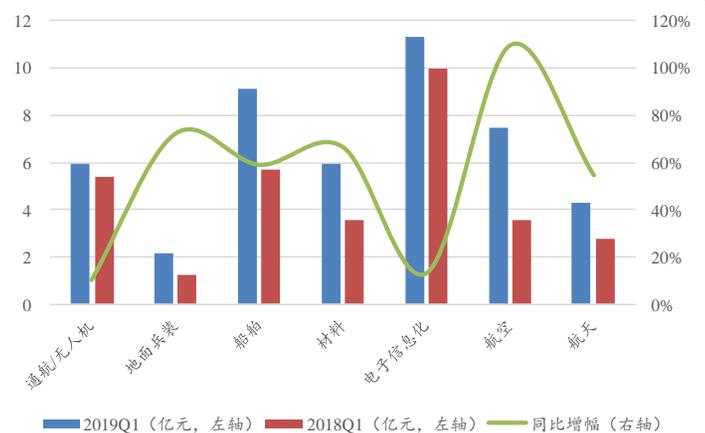
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 16：细分领域 2019 年 Q1 营收增长情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 17：细分领域 2019 年 Q1 归母净利润增长情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

军工电子信息化行业业绩不及预期。2018年度，军工电子信息化产业实现营业收入

军工行业一季报业绩综述：行业基本面继续改善，比较优势凸显

849.51亿元，同比增长11.94%，增速较2017年下降13.40Pct；实现归母净利润47.90亿元，同比下降13.49%，环比2017年增速大幅下滑，减少了55.95Pct。2019年第一季度，军工电子信息化产业实现营业收入166.35亿元，同比增长3.55%，增速较2018年同期下降21.29Pct；实现归母净利润11.29亿元，同比增长13.29%，环比2018年同期增速大幅下滑，减少了55.36Pct。

图表18：2019Q1和2018年业绩增速情况

子行业	收入增幅				归母净利润增幅			
	2019Q1	同比	2018	同比	2019Q1	同比	2018	同比
通航无人机	3.73%	↓ -8.08%	15.66%	↓ -6.19%	10.40%	↑ 1.51%	25.70%	↑ 11.69%
地面兵装	7.68%	↓ -9.44%	12.93%	↑ 9.49%	71.99%	↓ -23.10%	35.12%	↑ 46.48%
船舶	27.99%	↑ 57.45%	9.64%	↑ 19.33%	58.94%	↑ 85.63%	743.55%	↑ 727.03%
材料	11.37%	↓ -10.12%	17.41%	↓ -2.96%	66.45%	↑ 51.75%	1662.69%	↑ 1639.69%
电子信息化	3.55%	↓ -21.29%	11.94%	↓ -13.40%	13.29%	↓ -55.36%	-13.49%	↓ -55.95%
航空	29.42%	↓ -7.62%	14.35%	↓ -19.96%	109.31%	↑ 58.24%	12.19%	↓ -18.66%
航天	-6.19%	↓ -11.47%	10.57%	↑ 0.54%	54.57%	↑ 65.88%	8.21%	↓ -65.62%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

船舶行业龙头经营向好，船舶产业复苏显著。2018年和2019年第一季度，船舶行业受湘电股份、天海防务和中船防务业绩大幅亏损影响，板块整体归母净利润同比下降明显。剔除影响后，板块整体业绩表现亮眼，2018年营业收入同比增长9.64%，归母净利润大幅增长743.55%；2019年第一季度，营业收入同比增长27.99%，归母净利润同比增长58.94%，环比2018年同期归母净利润增速，增长85.63Pct。从费用端来看，2019年船舶制造行业费用率下降4.68Pct，2019年第一季度船舶制造行业费用率下降2.97Pct，其原因主要是由于财务费用率和管理费用率的大幅降低。

行业龙头中国动力、中国船舶经营情况皆改善明显，中国动力2018年实现归母净利润13.48亿元，同比增长12.13%；中国船舶2018年归母净利润大幅扭亏，实现归母净利润4.89亿元。

图表19：军工行业费用率下降

板块	期间费用 (%)				销售费用 (%)				管理费用 (%)				财务费用 (%)			
	2018	同比	2019Q1	同比												
航天装备	9.05	↓ -4.26	13.10	↓ -2.04	2.30	↓ -0.13	3.22	↑ 0.80	6.14	↓ -3.86	8.62	↓ -2.87	0.61	↓ -0.27	1.26	↑ 0.02
航空装备	8.15	↓ -3.19	9.13	↓ -3.32	1.48	↓ -0.17	1.50	↓ -0.26	5.54	↓ -2.72	6.07	↓ -3.12	1.13	↓ -0.29	1.57	↑ 0.06
地面兵装	5.95	↓ -4.81	7.03	↓ -4.96	1.46	↑ 0.07	2.12	↑ 0.21	5.03	↓ -4.53	7.12	↓ -3.51	-0.53	↓ -0.35	-2.21	↓ -1.66
船舶制造	7.29	↓ -4.68	7.91	↓ -2.97	1.29	↑ 0.02	1.55	↑ 0.20	6.18	↓ -2.73	6.45	↓ -3.11	-0.19	↓ -1.97	-0.08	↓ -0.05
通航无人机	10.40	↓ -3.67	12.07	↓ -2.02	4.34	↑ 0.26	4.16	↑ 0.70	5.02	↓ -3.07	5.59	↓ -2.23	1.04	↓ -0.86	2.33	↓ -0.49
军工材料	8.15	↓ -3.06	8.17	↓ -1.88	2.39	↓ -0.04	2.75	↑ 0.62	4.27	↓ -2.45	4.06	↓ -2.11	1.50	↓ -0.56	1.37	↓ -0.40
电子信息化	11.88	↓ -4.74	13.72	↓ -4.83	3.85	↑ 0.10	4.48	↑ 0.29	6.10	↓ -5.08	7.21	↓ -4.93	1.94	↑ 0.24	2.03	↓ -0.18

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

通航无人机行业发展稳定。2018年度，通航无人机行业营业收入295.36亿元，归母净利润24.12亿元，分别同比增长15.66%和25.70%；2019年第一季度实现营业收入38.66亿元，归母净利润2.17亿元，分别同比增长7.68%和71.99%。营业收入增幅略有降低，但

军工行业一季报业绩综述：行业基本面继续改善，比较优势凸显

归母净利润增幅提升，2018年度和2019年第一季度分别提升1.51Pct和11.69Pct。通航无人机行业2018年和2019年第一季度毛利率分别为23.08%和17.01%，分别同比增加0.18Pct和0.12Pct。费用率则分别下降3.06Pct和2.02Pct，净利率分别提升0.32Pct和1.82Pct。

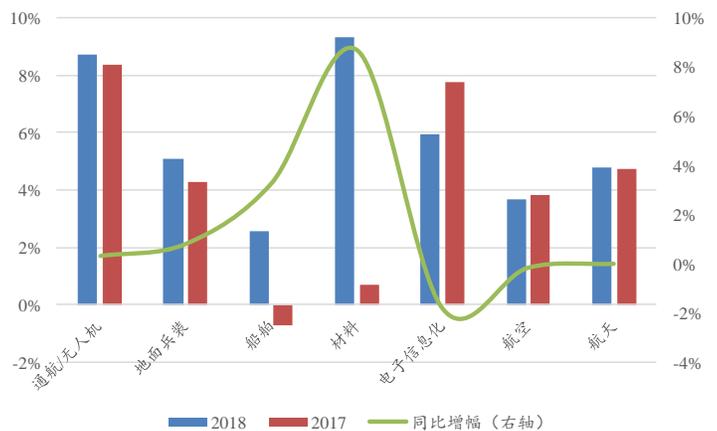
船舶、材料、地面兵装及航空行业净利率提升明显。2018年，船舶、材料、地面兵装及航空行业归母净利润增速分别为743.55%、1662.69%、35.12%、12.19%。净利率率分别为2.55%、9.34%、5.11%、3.69%。2019年第一季度，船舶、材料、地面兵装及航空行业归母净利润增速分别为58.94%、66.45%、71.99%、109.31%。净利率率分别为4.21%、5.37%、5.70%、2.06%。

图表 20：2018 年军工子行业毛利率



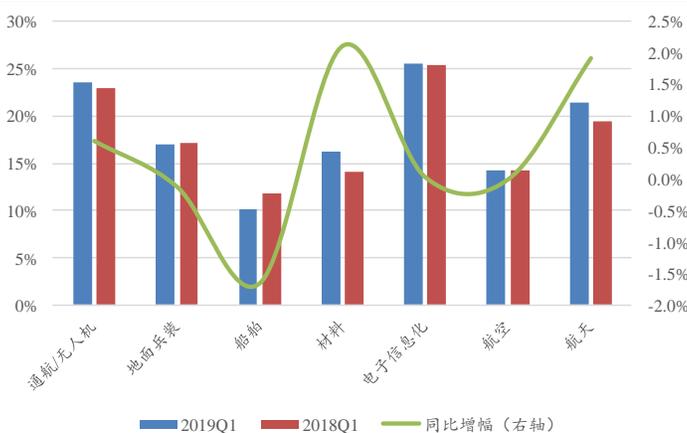
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 21：2018 年军工子行业净利率



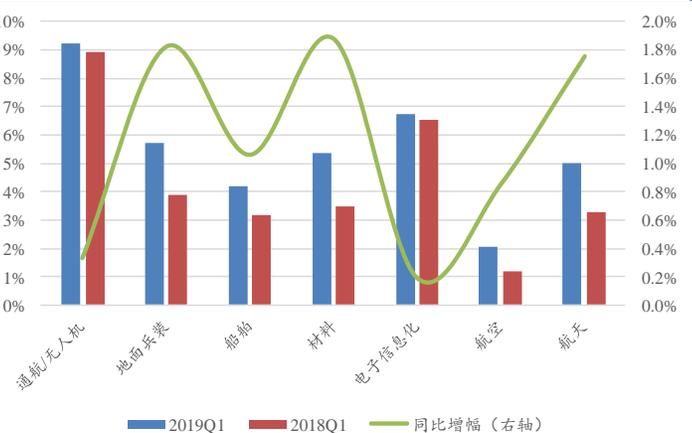
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 22：2019 年 Q1 军工子行业毛利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 23：2019 年 Q1 军工子行业净利率



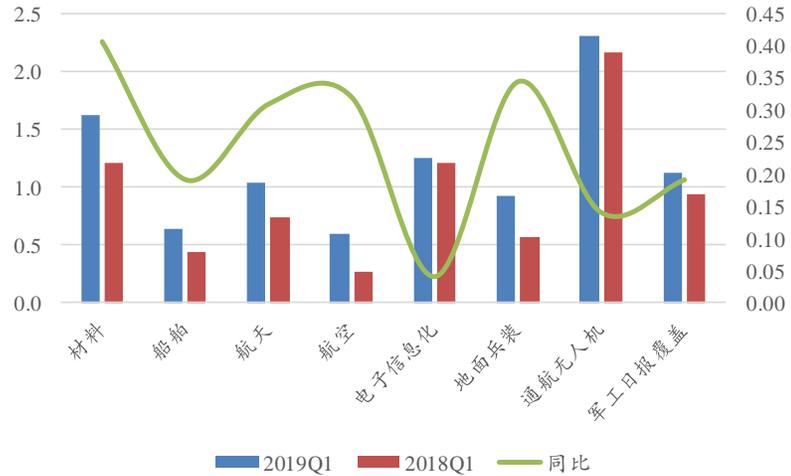
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

军工细分领域中，2019年第一季度，除电子信息化板块ROE提高仅0.04Pct外，其他

军工行业一季报业绩综述：行业基本面继续改善，比较优势凸显

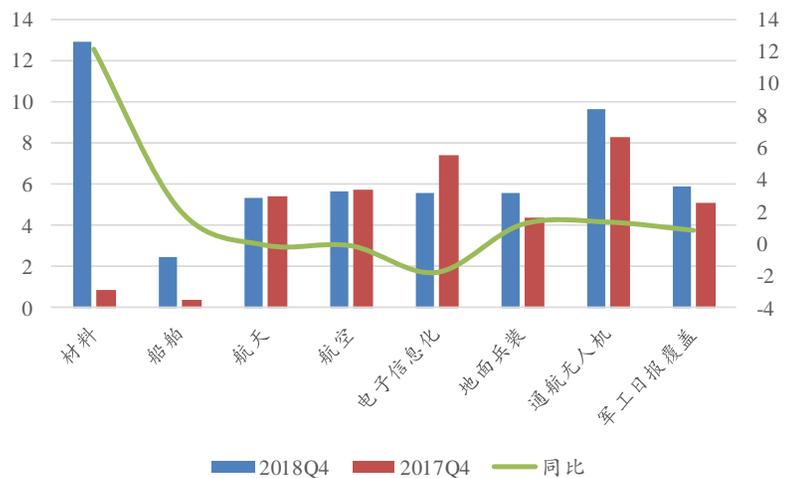
细分领域ROE提升均超过0.1Pct，其中军工材料和地面兵装增幅最为突出，分别增长0.41Pct和0.34Pct。2018年全年，船舶及材料行业的ROE提升最为显著，分别提升了2.11Pct和12.08Pct。航空、航天及电子信息化板块ROE略有下降，但降幅均不超过2Pct。

图表24：2019年Q1子行业ROE情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表25：2018年Q4子行业ROE情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

军工板块下游需求旺盛，电子信息化板块现金流大幅改善。通航无人机、地面兵装下游景气度提升。2018年和2019年第一季度，通航无人机、地面兵装存货增幅最为明显，2018年分别提升17.96%、18.14%，2019年第一季度分别提升18.06%和11.65%，存货大幅增加意味着下游需求景气度提升。预收账款反映在手订单情况，2018年地面兵装和电子

军工行业一季报业绩综述：行业基本面继续改善，比较优势凸显

信息化板块预收账款分别提升79.36%和73.06%，2019年第一季度分别提升30.56%和18.84%。应收账款和票据可以体现公司产品交付情况，船舶、航空板块2018年应收账款和票据分别同比增加33.99%和19.27%，2019年第一季度分别增长33.38%和18.96%，领先于其他行业。电子信息化板块2018年经营性现金流净额为44.32亿元，2017年为5.82亿元，主要是在手订单预收账款对现金流造成改善。

图表26：军工板块下游需求旺盛，电子信息化行业现金流大幅改善

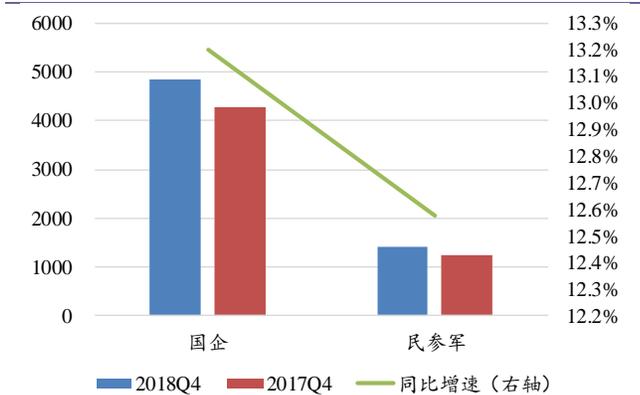
2019Q1 同比增速	存货	预收账款	应收账款和票据	经营性现金流
通航/无人机	18.06%	-1.15%	3.64%	转正
地面兵装	11.65%	30.56%	-6.68%	-43.54%
船舶	-30.64%	-30.35%	33.38%	-435.24%
材料	-0.36%	-21.61%	13.03%	66.04%
电子信息化	6.86%	18.84%	10.69%	76.56%
航空	7.51%	-36.74%	18.96%	31.73%
航天	4.54%	-7.65%	8.63%	11.41%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 国企盈利能力改善，主机厂业绩延续高增长

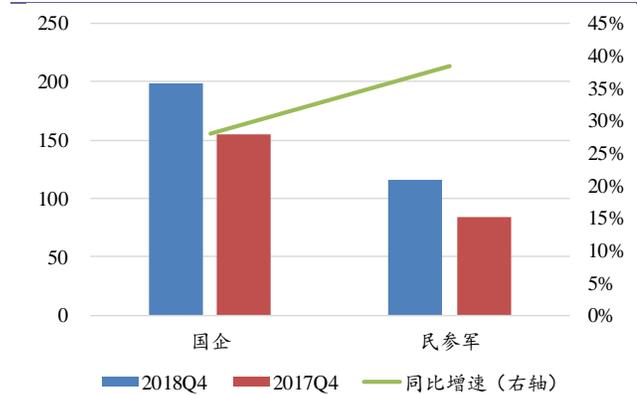
国企营收稳居龙头，民参军利润增速更高。军工国企2018全年营收达到4848.38亿元，同比增长13.20%，远大于民参军企业2018年全年营收之和，体现了国企在军工行业难以动摇的主导地位。利润方面，国企和民参军企业均实现正增长。民参军企业营收增速仅12.58%，略低于国企的13.20%，但其2018年全年归母净利润同比增长38.45%，比国企的归母净利润增速高10.53个百分点。

图表27：2018营收情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表28：2018归母净利润情况

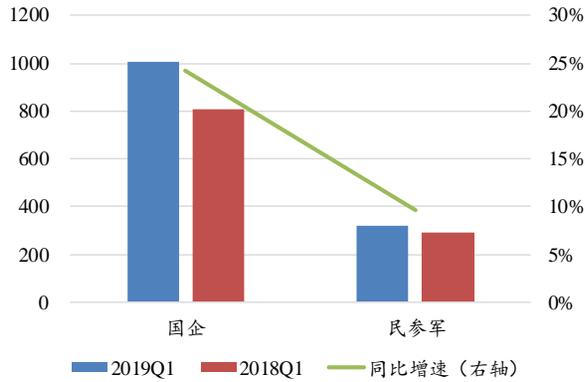


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

军工国企2019Q1营收达到1003.24亿元，同比增长24.23%，远大于民参军企业2019

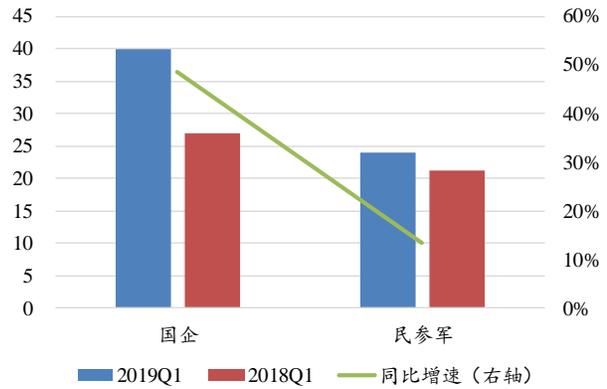
年第一季度营收之和。从归母净利润来看，2019年第一季度，军工国企的归母净利润规模同比大幅增长48.48%，民参军企业增长较少，但也实现了13.45%的同比增长率。

图表29：2019Q1营收情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

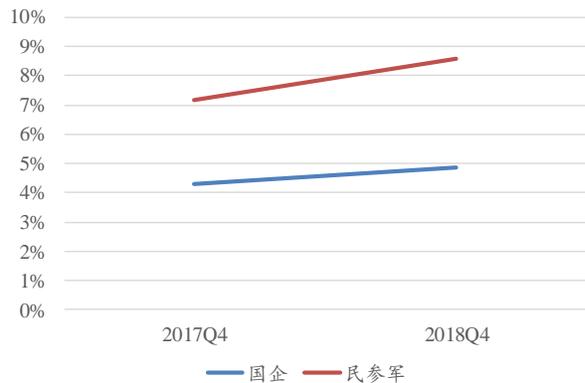
图表30：2019Q1归母净利润情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

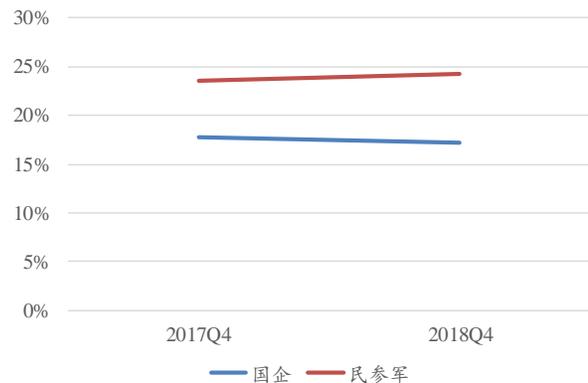
民参军企业净利率提升，增幅略高于国企。2018年全年，从净利率来看，国企净利率提升0.56个百分点，民参军企业净利率增长幅度更高，同比增幅达到1.41Pct。整体来看，民参军企业的盈利能力依然高于国企。从毛利率来看，国企毛利率略有下滑，同比下降0.64Pct；民参军企业毛利率同比上升，增加0.77Pct。

图表31：2018净利率变化情况（按资产性质分）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表32：2018毛利率变化情况（按资产性质分）



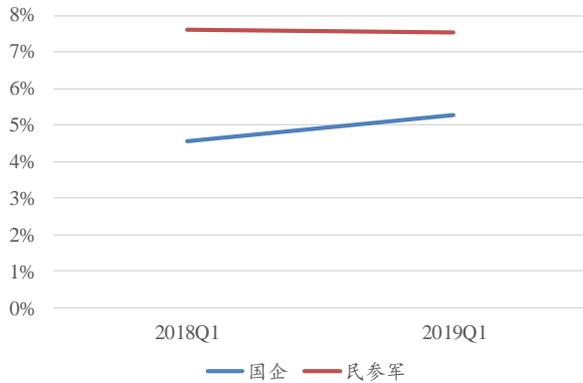
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2019Q1，从净利率来看，国企净利率提升0.74Pct，民参军企业净利率略有下降，同比下降0.08Pct。从毛利率来看，国企毛利率略有下滑，同比下降0.72Pct；民参军企业毛利率同比上升，增加0.21Pct。整体来看，民参军企业的净利率和毛利率显著高于国企。

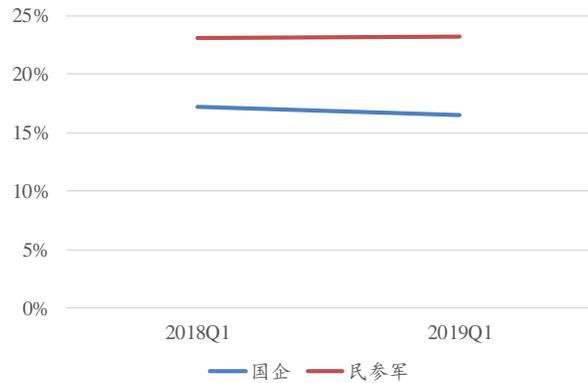
图表33：2019Q1净利率变化情况（按资产性质分）

图表34：2019Q1毛利率变化情况（按资产性质分）

军工行业一季报业绩综述：行业基本面继续改善，比较优势凸显



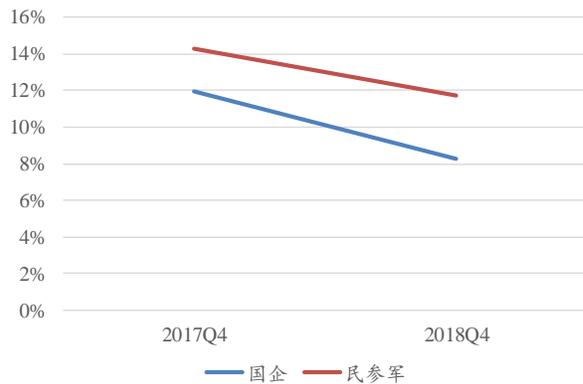
资料来源：Wind，太平洋研究院整理



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

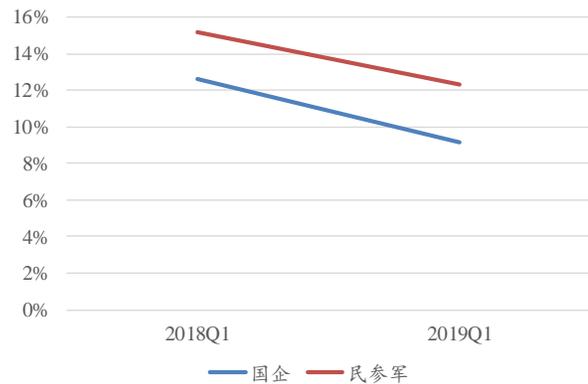
国企费用率下降最为明显。从费用率角度来看，国企费用率处于最低水平，国企2018年费用率为8.25%，2019Q1费用率为9.16%。同比去年，国企和民参军企业皆实现较大幅度的费用率下降。其中，国企费用率下降幅度最为明显，2018年同比去年下降3.74Pct，2019Q1同比去年下降3.44Pct。

图表35：2018费用率变化情况（按资产性质分）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表36：2019费用率变化情况（按资产性质分）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2018年全年，各类企业存货皆呈现增长，可见下游需求趋于旺盛，民参军企业以配套型企业为主，存货同比上涨最突出，达到10.38%；预收账款方面，民参军企业大部分在产业链上游，对于订单的反应最为明显，同比增幅43.75%；国企经营性现金流有所恶化，同比下降11.83%，民参军企业现金流同比上涨256.27%。

军工行业一季报业绩综述：行业基本面继续改善，比较优势凸显

图表37：军工下游需求趋于旺盛，民参军企业现金流显著改善

2018	存货	预收账款	应收账款和票据	经营性现金流
国企	5.27%	-0.93%	20.57%	-11.83%
民参军	10.38%	43.75%	13.87%	256.27%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表38：军工企业交付情况良好，民参军企业现金流显著改善

2019Q1	存货	预收账款	应收账款和票据	经营性现金流
国企	-1.94%	-12.67%	20.82%	-28.22%
民参军	-6.92%	-16.71%	9.64%	115.13%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

主机厂业绩延续高增长。从主机厂业绩来看，剔除中航沈飞重组影响后，5家主机厂2018全年实现营收843.21亿元，同比增长5.16%，2019Q1实现营收140.57亿元，同比增长17.64%；2018Q4归母净利润28.14亿元，同比增长15.23%，2019Q1归母净利润2.14亿元，同比大幅增长161.90%。利润增速远高于收入增速，可见主机厂的盈利能力改善明显。2019Q1净利率水平从0.31%提升至1.51%，增长了1.20pct，期间费用率降低了2.73pct达到7.86%的水平。

图表39：主机厂2018和2019Q1业绩情况（亿元）

简称	分类	2018 营收	增幅 (%)	2019Q1 营收	增幅 (%)	2018 归母净利润	增幅 (%)	2019Q1 归母净利润	增幅 (%)
中直股份	航空	130.66	8.44%	23.87	11.50%	5.10	12.07%	0.79	11.50%
洪都航空	航空	24.18	-4.44%	2.80	13.68%	1.48	383.59%	-0.45	142.53%
航发动力	航空	231.02	2.43%	33.40	20.36%	10.64	10.82%	0.04	-106.77%
中航飞机	航空	334.68	7.69%	63.75	21.42%	5.58	18.38%	0.39	46.13%
内蒙一机	地面兵装	122.67	2.50%	16.74	9.03%	5.34	1.67%	1.37	126.96%
综述		843.21	5.16%	140.57	17.64%	28.14	15.23%	2.14	161.90%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（三）重点推荐标的业绩处于板块前列

重点推荐标的业绩增长远超行业平均水平。从我们重点推荐的17家公司的业绩情况来看，2018年实现营收1996.79亿元，同比增长9.56%；归母净利润88.76亿元，同比增长7.27%；毛利率15.30%，同比下降0.71pct。净利率4.61%，同比下降0.09pct。期间费用

率大幅下降至7.02%，同比减少3.36pct。存货同比下降7.79%，预收账款上涨2.60%。2019年第一季度实现营收427.45亿元，同比增长40.25%；归母净利润14.14亿元，同比大幅增长67.32%；毛利率13.31%，同比下降2.00pct。净利率3.40%，同比上升0.64pct。期间费用率大幅下降至7.48%，同比减少4.85pct。存货同比下降6.07%，预收账款上涨9.17%。

图表40：14家重点推荐标的2018年度及2019Q1业绩情况（亿元）

简称	分类	2018年 营收	增速(%)	2019年 Q1 营收	增速(%)	2018年 归母净 利润	增速(%)	2019年 Q1 归母 净利润	增速(%)
中航飞机	航空	334.68	7.69%	63.75	21.42%	5.58	18.38%	0.39	46.13%
中航沈飞	航空	201.51	3.55%	50.85	191.27%	7.43	5.16%	1.98	-989.37%
中直股份	航空	130.66	8.44%	23.87	11.50%	5.10	12.07%	0.79	11.50%
航发动力	航空	231.02	2.43%	33.40	20.36%	10.64	10.82%	0.04	-106.77%
内蒙一机	地面兵装	122.67	2.50%	16.74	9.03%	5.34	1.67%	1.37	126.96%
中航光电	航空	78.16	22.86%	21.56	45.95%	9.54	15.56%	2.33	39.14%
中航机电	航空	116.37	26.05%	24.63	26.40%	8.37	44.51%	0.58	353.64%
中航电子	航空	76.43	8.83%	12.63	39.91%	4.79	-11.63%	-0.37	-37.12%
菲利华	军工材料	7.22	32.41%	1.75	32.14%	1.61	32.39%	0.28	32.21%
海格通信	电子信息化	40.70	21.41%	7.55	-1.00%	4.30	46.68%	0.31	16.45%
苏试试验	电子信息化	6.29	28.11%	1.29	17.36%	0.72	17.42%	0.03	38.01%
航锦科技	电子信息化	38.25	12.48%	9.43	3.88%	5.03	96.96%	1.10	-13.99%
泰豪科技	电子信息化	61.27	20.13%	12.36	23.43%	2.62	4.07%	0.55	21.85%
光威复材	军工材料	13.64	43.63%	4.35	60.35%	3.77	58.76%	1.58	82.88%
中国核建	其他军工	515.06	13.23%	137.92	55.35%	9.61	12.64%	1.91	47.18%
台海核电	其他军工	13.80	-44.14%	3.52	-24.34%	3.36	-66.90%	1.03	-44.18%
欧比特	电子信息化	9.06	22.62%	1.86	6.42%	0.95	-21.47%	0.23	2.15%
综述		1996.70	9.56%	427.45	40.25%	88.76	7.27%	14.14	67.32%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com

广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。