



Research and
Development Center

18 年军工整体增速上行，板块继续分化

军工行业 2018 年业绩预告梳理

2019 年 02 月 22 日

李勇鹏 行业分析师

证券研究报告

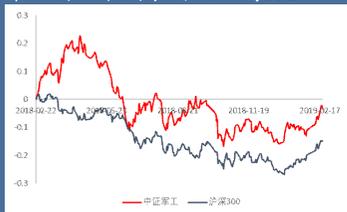
行业研究——专题研究

军工行业



上次评级：看好，2018.12.04

军工行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

李勇鹏 军工行业分析师
 执业编号：S1500517110001
 联系电话：+86 10 83326846
 邮箱：liyongpeng@cindasc.com

18 年军工整体增速上行，板块继续分化

军工行业 2018 年业绩预告梳理

2019 年 02 月 22 日

本期内容提要：

- ◆ **军工板块整体实现正增长，同比正增长企业数较上年明显增加，亏损企业主要受商誉减值计提影响。**信达军工所跟踪 120 只军工股中，共 97 家披露 2018 年业绩预告，实现盈利 87 家、亏损 10 家，亏损占比高于同口径 97 家公司去年同期亏损占比（17 年同口径仅 4 家企业亏损）。以预告盈利下限计，在实现盈利 87 家企业中业绩同比正增长的公司数量达 58 家（同口径中 17 年同比增速正增长数量 51 家），较 17 年同比正增长数量提高。实现盈利企业整体情况好于上年，同比正增长企业数量较上年明显增加。18 年预亏 10 家企业中，6 家亏损主要原因涉及商誉减值计提、资产减值计提，前期高估值并购后遗症在近两年集中爆发，其中银河电子、鹏起科技、天海防务等民企商誉减值计提规模尤为庞大。
- ◆ **板块净利润增速较上年继续上行，央企军工集团改善明显。**军工板块同口径净利润增速较上年继续上行，央企军工集团占比及增速提升明显。剔除 17 年、18 年亏损幅度大、对板块整体利润有明显影响的 *ST 船舶、银河电子、鹏起科技、天海防务、湘电股份、中船防务几家公司，以预告净利润均值计算，2018 年军工行业整体净利润规模达 137.37 亿元，较 2017 年同口径净利润 130.04 亿元增长 5.64%，较 2017 年 4.40% 的增速上行。央企军工集团净利润占比较 2017 年提升近 5 个百分点，幅度明显；民营资本军工企业占比出现较大下滑。同时央企军工集团净利润增速在 2018 年也呈现大幅提升趋势。
- ◆ **板块分化加剧，航空航天板块整体改善明显。**航空、航天、基础材料板块行业增速改善最为明显，景气度较高取得高速增长。2018 年航天、基础材料、航空板块增速居前 3，分别取得 53.73%、41.34%、31.73% 的增长，其中航空、航天板块均为在去年负增长基础上转正并录得高增速。考虑到航空板块上年较高的基数，航空板块整体改善质量更为明显。
- ◆ **风险因素：**装备列装进度低于预期；军品定价机制、军民融合等政策推进低于预期；板块盈利改善情况不及预期。

目录

披露率达 81%，亏损占比高于去年，实现盈利企业整体情况好于去年.....	1
板块净利润增速较上年继续上行，央企军工集团改善明显.....	1
板块分化加剧，航空航天板块整体改善明显，增速大幅上行.....	3
行业核心观点.....	3
风险因素.....	4

图目录

图 1: 信达军工行业可比口径 18 年净利润规模及增速.....	2
图 2: 信达军工行业可比口径 18 年各类型企业净利润占比.....	2
图 3: 央企军工集团净利润增速大幅提高.....	2
图 4: 信达军工行业可比口径 18 年净利润规模及增速.....	3
图 5: 信达军工行业可比口径 18 年各类型企业净利润占比.....	3

披露率达 81%，亏损占比高于去年，实现盈利企业整体情况好于去年

2018 年军工行业业绩预告披露率达 81%，亏损企业数量较上年增加，亏损主要受商誉减值计提影响。信达军工所跟踪 120 只军工股中，共 97 家披露 2018 年业绩预告，披露率 81%。已披露业绩预告 97 家企业中，实现盈利 87 家、亏损 10 家，亏损占比高于同口径 97 家公司去年同期亏损占比（17 年同口径仅 4 家企业亏损）。18 年预亏 10 家企业中，6 家亏损主要原因涉及商誉减值计提、资产减值计提，前期高估值并购后遗症在近两年集中爆发，其中银河电子、鹏起科技、天海防务等民企商誉减值计提规模尤为庞大。

实现盈利企业整体情况好于上年，同比正增长企业数量较上年明显增加。以预告盈利下限计，在实现盈利 87 家企业中业绩同比正增长的公司数量达 58 家（同口径中 17 年同比增速正增长数量 51 家），较 17 年同比正增长数量提高。增速下降幅度较低，位于 -15%~0 区间公司数量 7 家，较 17 年同期 8 家基本持平；增速降幅大于 15% 的公司 22 家，较 17 年 28 家显著减少。

表 1：2018 年军工行业业绩预告预亏公司及预亏原因

公司	2018 年预告净利润上下限 (亿元)	2018 年预告净利润同比增速上下限	2017 年净利润 (亿元)	预亏原因	企业性质
成飞集成	-3~-2.1	-100%~-70%	-2.57	-	央企军工集团
全信股份	-2.40~-2.35	-295.45%~-291.38%	1.29	计提子公司商誉减值准备约 5 亿	民企
天和防务	-1.55~-1.50	-321.14%~-314.00%	0.77	军品采购计划延迟下达；公司战略转型，研发投入增加	民企
航发科技	-3~-3	-740.01%	0.63	外贸燃机收入减少；转包产品毛利大幅下降	央企军工集团
银河电子	-12.5~-9.5	-767.43%~-607.24%	1.87	计提商誉减值 10-12 亿元	民企
银邦股份	-0.55~-0.5	-801.77%~-737.97%	0.08	产品销售出现较大幅度下滑	民企
鹏起科技	-33.1~-28.1	-954.9%~-825.78%	4.17	商誉减值及损失 2 亿至 2.5 亿；资产减值及损失 8.4 至 10.7 亿；预提担保损失 2.5 亿	民企
天海防务	-17.89~-17.40	-1190%~-1160%	1.77	商誉计提大额减值准备；重大合同计提减值损失	民企
湘电股份	-19.8	-2271.12%	0.84	销售收入大幅减少；维修费用、三包费用大幅增加；坏账准备增加；财务费用增加	地方国企
中船防务	-19.7~-16.5	-2338.6%~-1975.0%	1.01	订单推迟，综合毛利下降，资产减值损失计提增加	央企军工集团

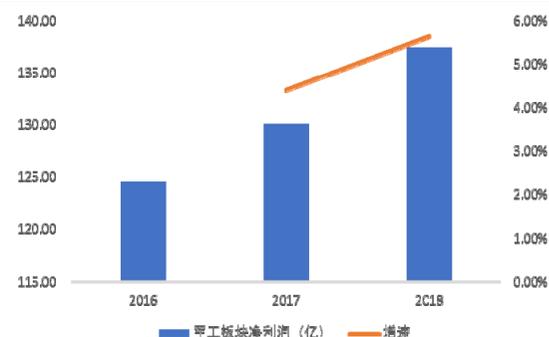
资料来源：万得，信达证券研发中心

板块净利润增速较上年继续上行，央企军工集团改善明显

军工板块同口径净利润增速较上年继续上行，央企军工集团占比及增速提升明显。剔除 17 年、18 年亏损幅度大、对板块整体利润有明显影响的*ST 船舶、银河电子、鹏起科技、天海防务、湘电股份、中船防务几家公司，以预告净利润均值计算，2018 年军工行业整体净利润规模达 137.37 亿元，较 2017 年同口径净利润 130.04 亿元增长 5.64%，较 2017 年 4.40% 的增速上行。

不同股东性质中，央企军工集团净利润占比较 2017 年提升近 5 个百分点，幅度明显；民营资本军工企业占比出现较大下滑。同时央企军工集团净利润增速在 2018 年也呈现大幅提升趋势，在一定程度上表明压制装备采购的政策性因素解除。

图 1: 信达军工行业可比口径 18 年净利润规模及增速



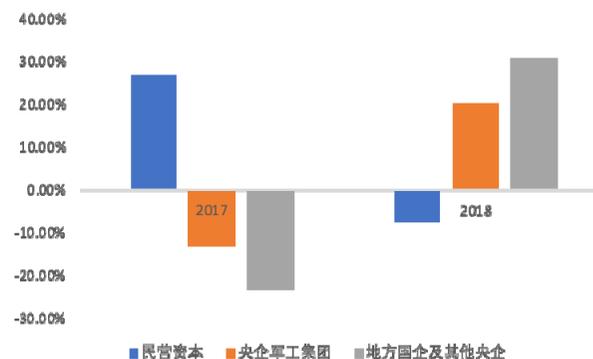
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2: 信达军工行业可比口径 18 年各类型企业净利润占比



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3: 央企军工集团净利润增速大幅提高



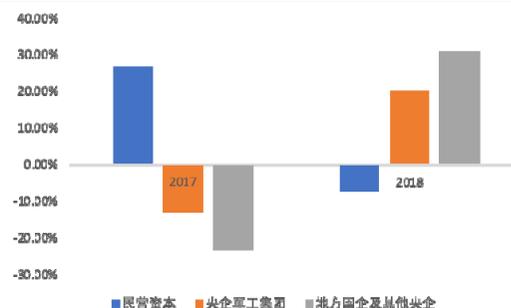
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

板块分化加剧，航空航天板块整体改善明显，增速大幅上行

军工电子及信息化、航空、航天为净利润占比前3的板块，基础材料板块在2018年净利润占比超实现大幅提升，居板块第4，或说明近年来军用基础材料领域有较为明显改善。

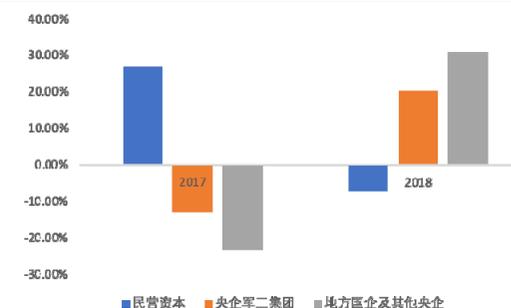
航空、航天、基础材料板块行业增速改善最为明显，景气度较高取得高速增长。2018年航天、基础材料、航空板块增速居前3，分别取得53.73%、41.34%、31.73%的增长，其中航空、航天板块均为在去年负增长基础上转正并录得高增速。考虑到航空板块上年较高的基数，航空板块整体改善质量更为明显。

图 4: 信达军工行业可比口径 18 年净利润规模及增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5: 信达军工行业可比口径 18 年各类型企业净利润占比



资料来源：万得，信达证券研发中心

行业核心观点

2019年军工行业受益于基本面继续向好及政策层面潜在改革落地，投资机会较2018年更为确定，受各军兵种主战装备列装周期差异及体量不同影响，细分行业及投资方向仍呈现结构性机会。总的来看航空、电子信息化装备好于其他，央企好于民企，主机厂好于配套。但要重视民参军持续深入推进背景下，具有体量优势的民营企业在军工业务领域的突出表现。

在战区主战顶层思路下，军队将着眼联合作战体系能力培养和提高，训练高强度化、实战化将进一步提高，对常规消耗类武器装备（如炮弹、精确制导炸弹等）将加速；对电子信息化装备需求将进一步增速。空军装备仍将是景气度最高的子行业，将保持较高增速。

军民融合深度推进背景下，具有体量优势的民营企业更有机会。国防科技工业体制改革进一步深化过程中，军品科研生产能力将会从“以所有制分类管理”向“以能力分类管理”方向发展，形成由国家主导的核心能力、由国家主导和市场机制制衡的重要能力、以及完全放开充分竞争的一般能力三个层次的企业军品科研生产能力评价系统。未来民企参军最有望获得价值

提升的在重要能力层面，具有总装、分系统研制潜力的民营企业体制门槛将会降低，军工集团对这类民营企业向下游总装和分系统业务发展的钳制和掣肘有望大幅降低甚至消除，民企参军的技术含量、附加值及体量将会有明显提升。这类民企需要在资本、产能、技术方面具有储备优势，可以承接保军任务，同时能抵御军品周期波动风险，因此具有转军能力的中型制造业优势民营企业最有希望在这一领域获得突出表现。

风险因素

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

研究团队简介

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

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。