

国防军工

维持景气上行，航空表现最优

——军工 2018 年报及 2019 一季报分析

军工行业整体：2018 业绩增幅扩大，预收仍在高位，景气度维持上行。2018 年，军工行业上市公司实现总营业收入 3167.6 亿元 (+11.0%)、归母净利润 137.6 亿元 (+12.7%)，年增幅分别较 2017 年扩大 3.5pct、4.1pct。2019Q1 实现营收 583.1 亿元 (+18.1%)、归母净利润 23.1 亿元 (+66.5%)，增幅持续扩大。截至 2019Q1 行业总预收 387.1 亿元 (-21.2%)，绝对值仍保持高位水平，确认行业维持高景气。

军工行业综合毛利率承压明显，提质增效持续显现，净利率稳中有升。近年军工行业综合毛利率总体微幅下滑，2018 年综合毛利率同比下滑 1.0 pct 至 17.0%，2019 年 1 季度继续下滑至 16.6%。这反而倒逼军工企业提升内部管理水平、降低成本，2018-2019Q1 期间费用率分别同比下降 0.8 pct、持平，最终实现净利率 4.3% (同比持平)、4.0% (+1.2 pct)。

细分行业来看，航空子板块季度增速更快更稳健、受均衡生产影响也最明显。2018 年船舶子板块营收增长 19.8% 位居行业之首，利润端则以地面武器增长 34.9% 领先。单季度看，航空子板块增速相对更快更稳健，除 2018Q4 外连续 5 个季度收入增速超 20%、利润增速超 15%。2018Q4 增速回落或主要受主机厂均衡生产影响，导致交付结算时点前移。2019Q1 航空子板块营收增长 35%、利润增长 138%，双双领先于全行业。

分企业属性来看，核心军工的利润增速持续高于收入端，增长趋势亦更稳健。1) 2018 年民参军企业因基数低整体增速占优 (营收+19.5%、净利+24.1%)，高于核心军工 (营收+10.7%、净利+12.9%)。2) 单季度看，除 2018Q4，核心军工净利增速已连续 8 个季度持续高于收入增速，而民参军波动较大。3) 核心军工企业的盈利能力长期低于民参军，而近年随着军民融合加剧行业竞争及军工国企的经营效率提升，二者差距逐步收窄。2018 年核心军工的毛利率和净利率分别较同期民参军企业低 19.0 pct、2.6 pct，这一差距较 2016 年已分别收窄 4.2 pct、2.6 pct。

选股思路与受益标的：1) 景气上行组合 (攻防兼备的“核心配套+总装”成长白马)：中直股份、航天电器、中航沈飞。2) 国企改革组合 (资产证券化、混改、股权激励等预期)：中国船舶、中船防务、中航机电、航天电子、内蒙一机。3) 科研价值重估组合 (军工信息化、自主可控、新材料)：四创电子、振华科技、菲利华、耐威科技、火炬电子。

风险提示：改革力度不及预期；企业订单波动较大；样本选取误差。

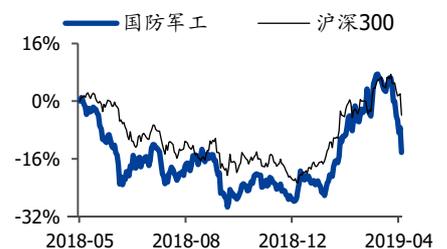
重点标的

股票代码	股票名称	EPS				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600038	中直股份	0.87	1.06	1.29	1.57	45.6	37.4	30.6	25.2
002025	航天电器	0.84	1.03	1.23	1.44	29.3	24.0	20.0	17.1
002013	中航机电	0.23	0.27	0.32	0.37	30.6	26.1	22.0	18.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注释：EPS 来自 Wind 一致预测，PE 根据 2019 年 05 月 06 日收盘价计算

增持 (维持)

行业走势



作者

分析师 张高艳

执业证书编号：S0680518100002

邮箱：zhanggaoyan@gszq.com

相关研究

- 《国防军工：年报如期收官，军工基本面继续向好》2019-05-06
- 《国防军工：19Q1 军工持仓下降，航天与国防信息化热度提升》2019-05-05
- 《国防军工：回归基本面，紧抓“成长+改革”双主线》2019-04-28



内容目录

一、行业整体：维持景气上行.....	4
1.1 收入端：2018 年同比增长 11.0%.....	4
1.2 利润端：增速快于营收端，2019Q1 同比增 66%	4
1.3 成本端：毛利率承压明显，行业提质增效持续显现.....	5
1.4 资产负债表端：预收依然高企，再次印证行业景气上行	6
二、从细分子板块：航空增速最快，受均衡生产影响最明显.....	6
2.1 收入端：航空子板块景气度最高，2019Q1 同增 35%.....	6
2.2 利润端：航空和地面武器增速最快	7
2.3 盈利能力：国防信息化毛利率稳居前列，地面武器子板块持续改善.....	8
2.4 成本端：内部管理水平有所提升，航空和船舶费率降幅居前.....	9
三、从企业属性角度：核心军工是主体，增速更为稳健	10
3.1 收入端：2018 年民参军增速更快，2019Q1 核心军工同增 19.5%	10
3.2 利润端：增速波动较大，核心军工利润增速持续高于营收端.....	11
3.3 盈利能力：民参军长期远高于核心军工，二者差距正逐步收窄	12
3.4 成本端：核心军工费用率更低，内部管控均有改善.....	13
四、选股主线与受益标的.....	14
五、风险提示	15

图表目录

图表 1: 军工行业 2016-2019Q1 总营收及增速.....	4
图表 2: 军工行业 2016-2019Q1 单季营收及增速	4
图表 3: 军工行业 2016-2019Q1 归母净利润及增速	5
图表 4: 军工行业 2016-2019Q1 单季归母净利润及增速.....	5
图表 5: 军工行业 2016-2019Q1 综合毛利率及期间费用率.....	5
图表 6: 军工行业 2016-2019Q1 期间三项费用率	5
图表 7: 军工行业 2016-2019Q1 总预收账款及增速.....	6
图表 8: 军工行业 2016-2019Q1 单季经营性现金流量净额.....	6
图表 9: 2018 年军工行业总营收构成情况	7
图表 10: 2016-2019Q1 军工行业各子领域的总营收增速对比.....	7
图表 11: 2017 年以来军工行业各子板块单季营收增速对比	7
图表 12: 2018 年军工行业总归母净利润的构成情况.....	8
图表 13: 2016-2019Q1 军工行业各子领域的归母净利润增速对比	8
图表 14: 2017 年以来军工行业各子板块单季归母净利润增速对比	8
图表 15: 2016-2019Q1 军工行业各子板块净利率走势.....	9
图表 16: 2016-2019Q1 军工行业各子板块毛利率走势.....	9
图表 17: 2016 年以来军工行业各子板块毛利率水平对比.....	9
图表 18: 2016-2019Q1 军工行业各子板块期间费用率稳中有降	10
图表 19: 2018 年军工行业总营收按企业属性的构成情况.....	11
图表 20: 不同属性军工企业的营收增速对比.....	11
图表 21: 2017 年以来不同属性军工企业的单季营收增速对比	11
图表 19: 2016-2019Q1 军工行业分企业属性的归母净利润增速对比.....	12

图表 20: 2016-2019Q1 军工行业分企业属性的归母净利增速对比	12
图表 24: 2017 年以来不同属性军工企业的单季归母净利增速对比	12
图表 25: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的净利率对比	13
图表 26: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的毛利率对比	13
图表 27: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的三项费率对比	13
图表 28: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的管理费率对比	13
图表 29: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的销售费率对比	14
图表 30: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的财务费率对比	14
图表 31: 受益标的估值表	15

截至 2019-04-30，军工行业所有上市公司的 2018 年报及 2019 一季报均已披露完毕，我们对军工板块的年报及一季报进行统计分析，跟踪军工行业基本面的季度边际变化。

统计样本说明：本篇报告统计样本为中信军工成分股，并剔除严重亏损对行业整体数据影响较大个股以及缺乏 2016-2019Q1 季度数据的次新股，最终统计样本覆盖 52 家军工上市公司，其中【核心军工】企业 29 家、【民参军】企业 18 家、【军工概念】企业 5 家。

一、行业整体：维持景气上行

1.1 收入端：2018 年同比增长 11.0%

2018 年总营收增速 11.0%，2019Q1 同增 18.1%，维持景气上行。2018 年军工行业上市公司实现总营业收入 3167.6 亿元，同比增长 11.0%，较 2017 年的整体增速 7.5% 增幅扩大了 3.5 pct，从年度数据的角度进一步印证了军工行业基本面反转的确立。

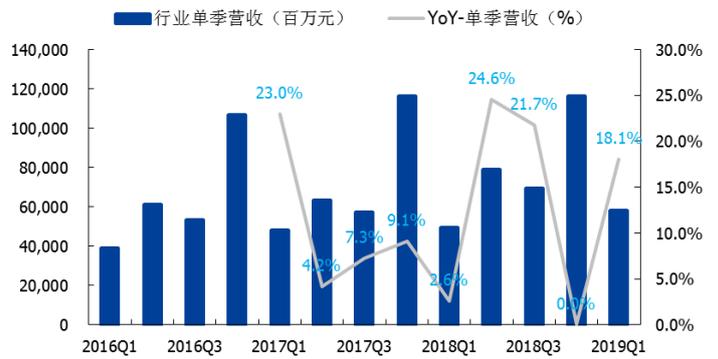
单季度营收来看，**2018Q4、2019Q1 分别同增 0.1%、18.1%，或与交付节奏有关。**2018 年 4 季度军工行业实现营业收入 1239.2 亿元，同比微增 0.1%，增速较前 2 个季度有明显回落，我们判断或与主机厂推行均衡生产导致交付结算节点前移有关。2019Q1 军工行业实现总营收 583.1 亿元，同比增长 18.1%，维持景气上行趋势。

图表 1: 军工行业 2016-2019Q1 总营收及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 军工行业 2016-2019Q1 单季营收及增速



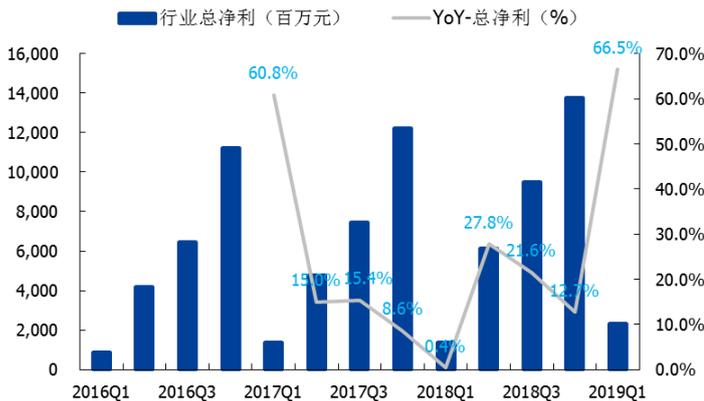
资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 利润端：增速快于营收端，2019Q1 同比增 66%

2018 年归母净利增速 12.7%，与收入端趋势基本一致。2018 年军工行业上市公司累计实现归母净利润 137.6 亿元，同比增长 12.7%，相较于 2017 年的整体增速 8.6% 增幅扩大 4.1 pct，利润端表现与收入端基本一致。

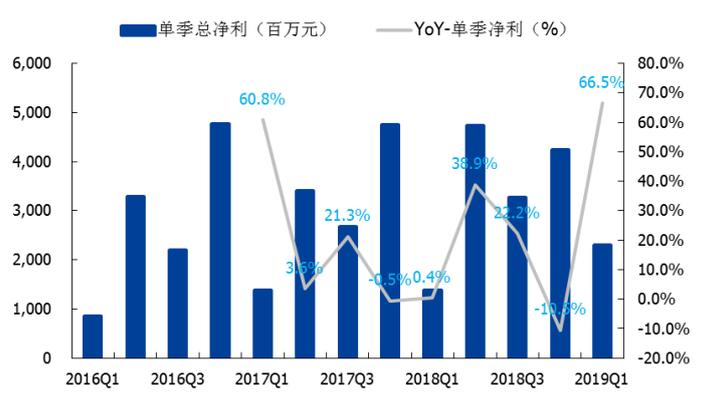
单季度归母净利来看，**2018Q4、2019Q1 分别同增 -10.5%、66.5%，波动较大。**2018 年 4 季度实现归母净利润 42.5 亿元 (-10.5%)，我们判断或同样受主机厂均衡生产的交付节点前移影响。2019 年 1 季度军工行业实现总归母净利 23.1 亿元 (+66.5%)，已连续第 4 个季度归母净利增速高于营收增速，表明行业整体盈利能力持续提升。

图表 3: 军工行业 2016-2019Q1 归母净利润及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 军工行业 2016-2019Q1 单季归母净利润及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

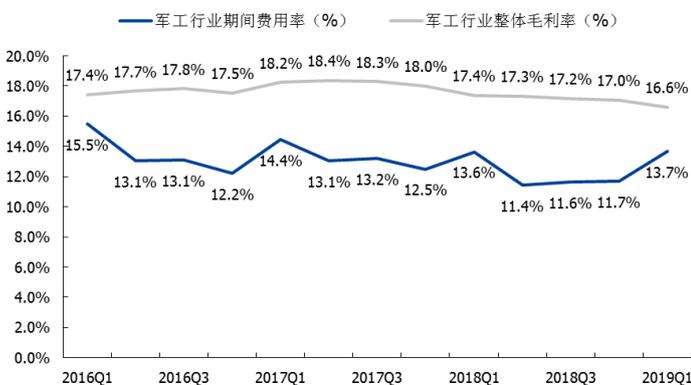
1.3 成本端: 毛利率承压明显, 行业提质增效持续显现

2018 年期间费用率同比下降 0.8 pct, 2019Q1 期间费率同比持平。2018 年, 军工行业的期间总费用约 370.5 亿元, 其中管理费用 305.6 亿元(含研发支出)、销售费用 56.1 亿元、财务费用 8.7 亿元。相较于当期总营收, 2018 年的期间费用率为 11.7%, 较 2017 的 12.5%下降 0.8 pct。2019 年 1 季度期间费率 13.7%, 与 2018 年同期持平。

2019Q1 管理费率先同比下降 0.5 pct, 已连续 4 季度同比下降, 提质增效持续显现。细分来看, 2018 年军工行业的销售费率、管理费率和财务费率分别同比下降 0.1 pct、0.2 pct 和 0.5 pct; 2019Q1 则主要依赖管理费率先下降 0.5 pct 抵消财务费率的增长, 已是连续第 4 个季度管理费率先保持同比下降, 表明军工行业上市公司内部管控水平持续改善。

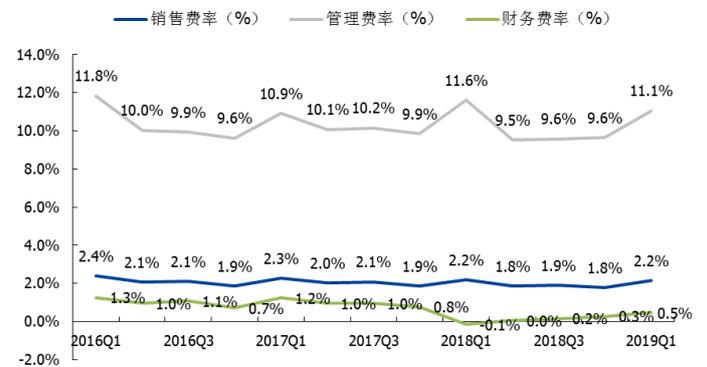
行业综合毛利率持续承压, 2019Q1 跌至 16.6%。2016 年以来军工行业综合毛利率水平总体呈现微幅下滑趋势, 2018 年综合毛利率同比下滑 1.0 pct 至 17.0%, 2019 年 1 季度继续下滑至 16.6%。

图表 5: 军工行业 2016-2019Q1 综合毛利率及期间费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 军工行业 2016-2019Q1 期间三项费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.4 资产负债表端：预收依然高企，再次印证行业景气上行

行业总预收依然维持高位水平，表明军备采购费仍在快速流入。2018年及2019Q1军工行业的总预收账款为386.4亿元（-10.8%）、387.1亿元（-21.2%），绝对值依然维持在高位水平，但相较于上一年同期的高基数均有不同程度的下滑。

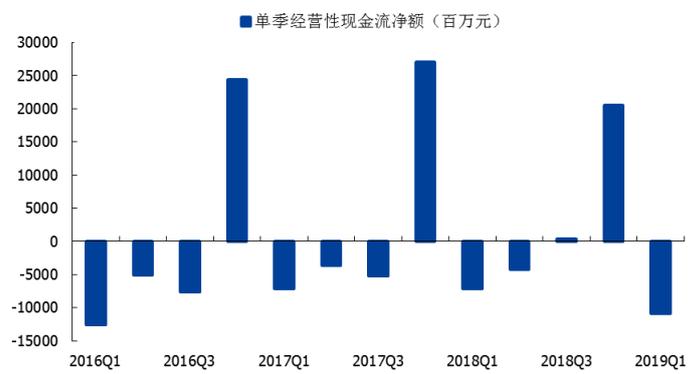
2018年经营性现金净流入205.0亿元，2019Q1净流出109.3亿元。从单季度经营性现金流净额来看，2018Q4、2019Q1相较于前两年同期均有一定回落。若从企业属性看，其中存在明显分化，核心军工企业2018Q4、2019Q1分别净流入165.1亿元（同减72.7亿）、净流出96.6亿元（同增43.9亿元），民参军企业则分别净流入27.8亿元（同增6.7亿）、净流出4.7亿元（同减2.5亿），我们判断或一定程度上与总装企业向中上游配套付款周期变化有关。

图表7：军工行业2016-2019Q1总预收账款及增速（单位：百万元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表8：军工行业2016-2019Q1单季经营性现金流量净额



资料来源：wind，国盛证券研究所

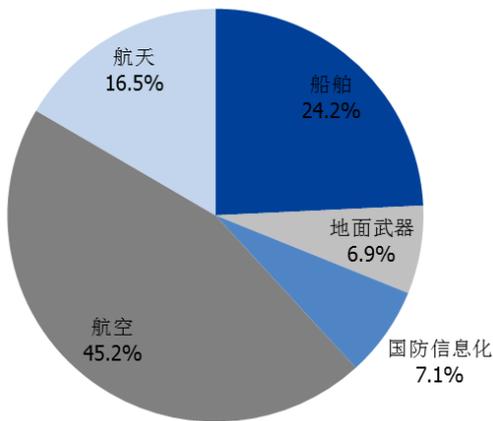
二、从细分子板块：航空增速最快，受均衡生产影响最明显

2.1 收入端：航空子板块景气度最高，2019Q1同增35%

从总营收结构来看，航空子板块贡献比例超过40%。2018年，航空子板块以1433.1亿元的营业收入占据军工行业上市公司总营收的45.2%，之后依次是船舶767.9亿元（24.2%）、航天524.0亿元（16.5%）、国防信息化224.0亿元（7.1%）和地面武器218.5亿元（6.9%）。

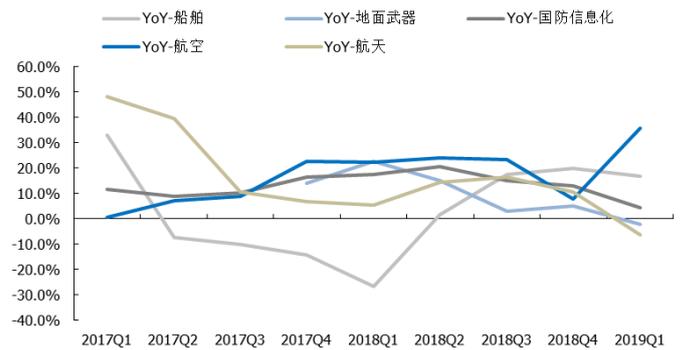
从各子领域的营收增速来看，2018年船舶增速最快，2019Q1航空增幅领先。2018年各子领域营收增速：船舶（+19.8%）>国防信息化（+12.9%）>航天（+10.6%）>航空（+7.7%）>地面武器（+5.2%）。2019Q1各子领域营收增速：航空（+35.7%）>船舶（+16.7%）>国防信息化（+4.3%）>地面武器（-2.1%）>航天（-6.3%）。

图表 9: 2018 年军工行业总营收构成情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2016-2019Q1 军工行业各子领域的总营收增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从单季营收增速来看, 航空受均衡生产影响较大, 船舶自 2018Q2 起复苏明显。航空子板块的单季营收增速自 2017Q1 触底反转后持续走高, 2017Q4-2018Q3 连续 4 个季度领先于其他子领域, 但 2018Q4 有所下滑, 我们判断主要是受主机厂均衡生产的影响, 导致交付结算时点前移; 船舶领域复苏明显, 已连续 4 个季度单季增速超过 16%。

图表 11: 2017 年以来军工行业各子板块单季营收增速对比

单季营收增速 (%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	0.6%	48.2%	11.5%	*	32.8%	23.0%
2017Q2	11.5%	31.8%	7.2%	*	-28.2%	4.2%
2017Q3	12.1%	-1.9%	12.7%	*	-16.7%	7.3%
2017Q4	45.2%	1.6%	26.3%	-37.5%	-22.0%	9.1%
2018Q1	22.2%	5.3%	17.5%	22.6%	-26.7%	2.6%
2018Q2	25.0%	23.5%	22.8%	11.0%	29.2%	24.6%
2018Q3	21.9%	20.6%	6.0%	-17.3%	42.7%	21.7%
2018Q4	-11.2%	1.1%	9.7%	7.9%	25.0%	0.1%
2019Q1	35.7%	-6.3%	4.3%	-2.1%	16.7%	18.1%

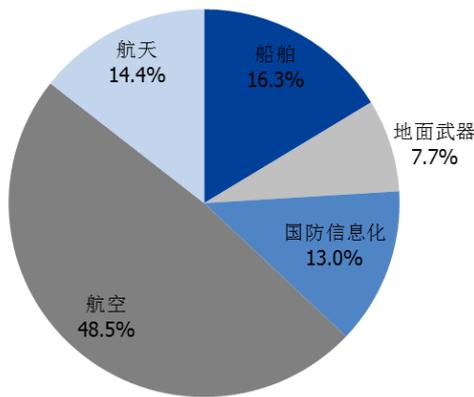
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (*注: 由于内蒙一机 2016 年底重组并表对地面武器子板块的数据扰动过大, 故 2017 前三季度地面武器增速数据均不纳入对比范围)

2.2 利润端: 航空和地面武器增速最快

总归母净利润结构与营收端基本一致, 航空子板块贡献近半。2018 年, 航空子板块以 66.8 亿元归母净利润贡献行业整体的 48.5%, 船舶贡献 22.4 亿元 (16.3%)、航天 19.8 亿元 (14.4%)、国防信息化 17.9 亿元 (13.0%) 和地面武器 10.6 亿元 (7.7%)。

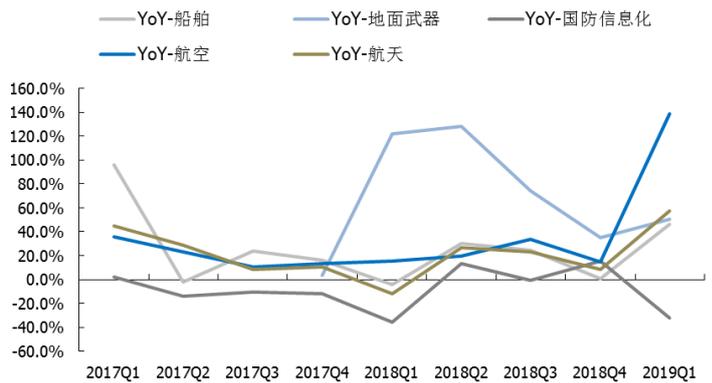
2018 年地面武器同增 34.9% 位居第一, 2019Q1 航空以 138.8% 的增速遥遥领先。2018 年, 各子领域归母净利润增速: 地面武器 (+34.9%) > 国防信息化 (+15.7%) > 航空 (+15.0%) > 航天 (+8.3%) > 船舶 (+0.5%)。2019Q1, 各子领域归母净利润增速: 航空 (+138.8%) > 航天 (+57.2%) > 地面武器 (+50.4%) > 船舶 (+46.1%) > 国防信息化 (-32.2%)。

图表 12: 2018 年军工行业总归母净利的构成情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 2016-2019Q1 军工行业各子领域的归母净利增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

单季归母净利增速来看，依然是航空子板块高增长的持续性最好。2019Q1 航空子板块实现净利 8.8 亿元 (+138.8%)，除 2018Q4 可能受均衡生产影响单季有所下滑以外，航空子板块已连续 5 个季度归母净利增速超过 15%，高增长的持续性最好；航天和地面武器的表现紧随其后；船舶和国防信息化季度之间波动较大。

图表 14: 2017 年以来军工行业各子板块单季归母净利润增速对比

单季营收增速 (%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	35.5%	45.0%	2.2%	*	95.8%	60.8%
2017Q2	22.6%	18.2%	-19.2%	*	-25.8%	3.6%
2017Q3	-8.5%	2.8%	-4.7%	*	126.6%	21.3%
2017Q4	16.4%	12.4%	-14.3%	-45.2%	-32.5%	-0.5%
2018Q1	15.4%	-12.0%	-35.6%	121.5%	-3.8%	0.4%
2018Q2	20.7%	57.4%	35.1%	130.8%	52.5%	38.9%
2018Q3	60.6%	16.2%	-24.4%	6.9%	-1.6%	22.2%
2018Q4	-5.6%	-10.1%	43.9%	-5.4%	-256.0%	-10.5%
2019Q1	138.8%	57.2%	-32.2%	50.4%	46.1%	66.5%

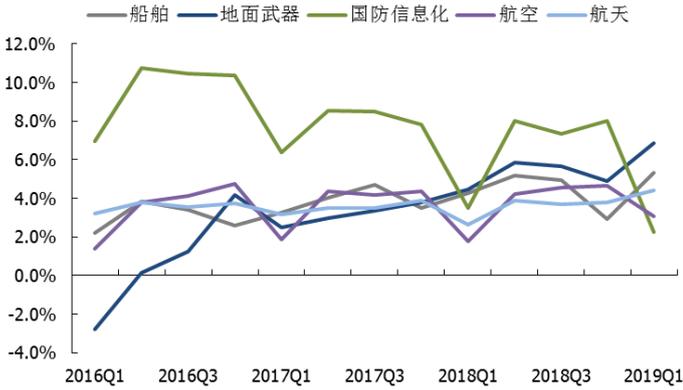
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (*注: 由于内蒙一机 2016 年底重组并表对地面武器子板块的数据扰动过大, 故 2017 前三季度地面武器增速数据均不纳入对比范围)

2.3 盈利能力: 国防信息化毛利率稳居前列, 地面武器子板块持续改善

从盈利能力来看, 国防信息化子板块的毛利率水平始终稳居前列, 净利率波动较大。2018 年及 2019Q1, 军工行业整体净利率 4.3%、4.0%, 分别持平及同比提升 1.2 pct。国防信息化子板块的毛利率 31.0%、32.4%, 尽管分别同比下降 1.3 pct、1.4 pct, 仍位居全行业首位, 毛利率水平长期维持在 31% 以上, 远高于军工行业整体和平均水平, 我们判断或主要与信息化领域相对轻资产的属性有关。

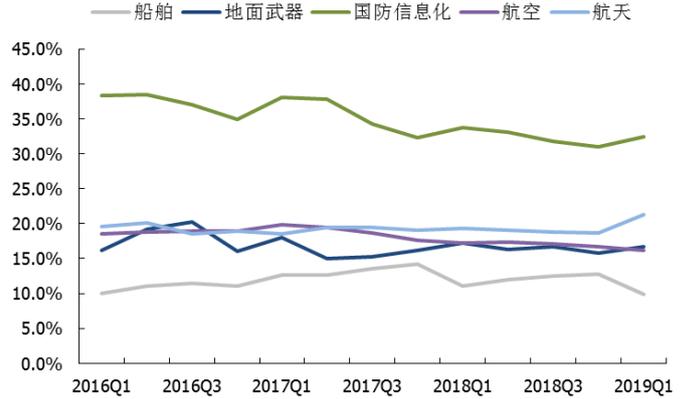
地面武器子板块盈利能力持续改善, 2019Q1 净利率已达 6.9%。自 2016 年底注入核心资产内蒙一机并于 2016 年报并表后, 地面武器子板块的盈利能力改观明显, 综合净利率从 2016Q3 的 0.7% 持续快速提升至 2019Q1 的 6.9%, 大幅提升 6.2 pct, 相较于 2018Q1 亦有 2.4 pct 的显著提升。

图表 15: 2016-2019Q1 军工行业各子板块净利率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 2016-2019Q1 军工行业各子板块毛利率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

地面武器和船舶的毛利率相对稳健, 其他子板块均呈现出毛利率水平波动向下趋势。2016年以来, 除地面武器和船舶的毛利水平波动向上外, 其余子板块均呈现明显的震荡向下趋势。2018年各子板块的毛利率水平: 国防信息化(31.0%)>航天(18.7%)>航空(16.7%)>地面武器(15.8%)>船舶(12.8%)。

图表 17: 2016年以来军工行业各子板块毛利率水平对比

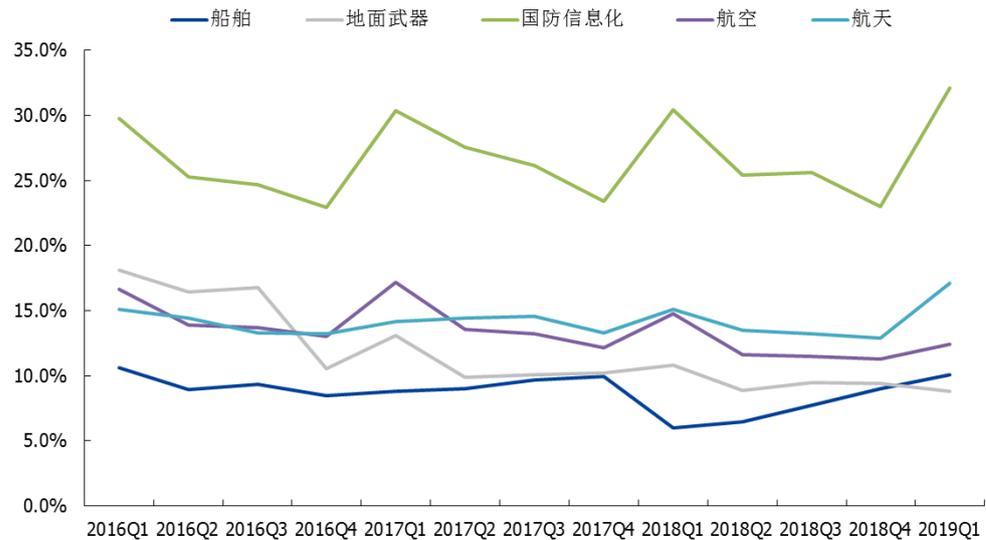
毛利率 (%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2016Q1	18.6%	19.6%	38.4%	16.2%	10.0%	17.4%
2016Q2	18.8%	20.1%	38.5%	19.2%	11.1%	17.7%
2016Q3	19.0%	18.6%	37.1%	20.3%	11.5%	17.8%
2016Q4	18.9%	18.9%	34.9%	16.1%	11.1%	17.5%
2017Q1	19.8%	18.6%	38.1%	18.0%	12.6%	18.2%
2017Q2	19.4%	19.4%	37.8%	14.9%	12.6%	18.4%
2017Q3	18.7%	19.4%	34.3%	15.3%	13.5%	18.3%
2017Q4	17.6%	19.1%	32.3%	16.1%	14.2%	18.0%
2018Q1	17.3%	19.4%	33.8%	17.2%	11.0%	17.4%
2018Q2	17.4%	19.1%	33.0%	16.3%	12.0%	17.3%
2018Q3	17.1%	18.8%	31.8%	16.7%	12.5%	17.2%
2018Q4	16.7%	18.7%	31.0%	15.8%	12.8%	17.0%
2019Q1	16.2%	21.3%	32.4%	16.7%	9.8%	16.6%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.4 成本端: 内部管理水平有所提升, 航空和船舶费率降幅居前

内部管理水平有所提升, 期间费用率稳中有降, 2018年航空和船舶降幅居前。2018年军工行业整体期间费率 11.7%, 同比下降 0.8 pct, 其中财务费率、管理费率、销售费率分别下降 0.5 pct、0.2 pct 和 0.1 pct。从细分子板块来看, 三项费用率最高的国防信息化板块高达 23.0%, 各子板块 2018 年期间费用率均有不同程度下降, 其中降幅居前的为航空 (-0.9 pct)、船舶 (-0.9 pct)。

图表 18: 2016-2019Q1 军工行业各子板块期间费用率稳中有降



资料来源: wind, 国盛证券研究所

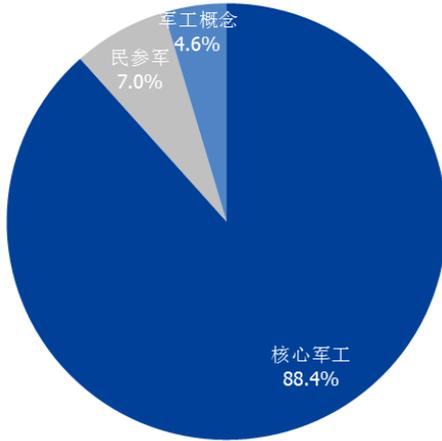
三、从企业属性角度：核心军工是主体，增速更为稳健

3.1 收入端：2018 年民参军增速更快，2019Q1 核心军工同增 19.5%

从总营收结构来看，2018 年及 2019Q1 基本一致，核心军工企业贡献近 90%。2018 年，29 家核心军工企业以 2800.3 亿元的营业收入贡献行业总营收约 88.4%，19 家民参军企业 221.5 亿元营收、占比约 6.9%，5 家军工概念企业 90.1 亿元、占比约 7.0%。从营收规模和企业数量可观察到，核心军工企业平均规模（平均营收 96.6 亿元）远超小而散的民参军企业（平均营收 7.6 亿元）。2019 年一季度营收结构占比与年度数据基本一致，核心军工占 87.3%、民参军 7.8%、军工概念 4.9%。

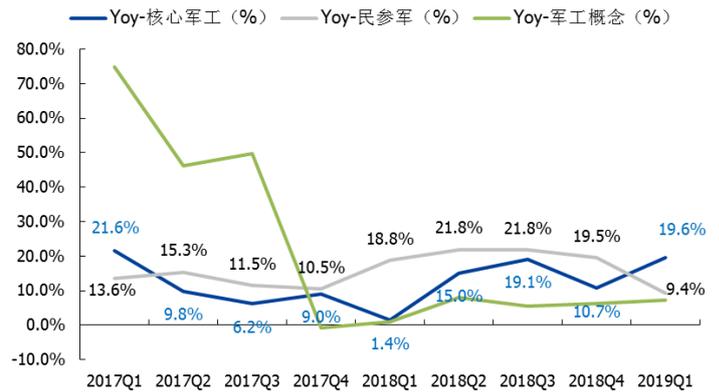
2018 年民参军企业同比增长 19.5%、增速更高。2018 年，民参军企业实现营业收入同比增长 19.5%；核心军工同比增长 10.7%，增幅较季报的 19.1%有明显收窄，我们判断或由于主机厂营收占比较大且受均衡生产影响结算节点前移；军工概念企业营收同比增长 6.2%。

图表 19: 2018 年军工行业总营收按企业属性的构成情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 不同属性军工企业的营收增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2018 年各季度民参军增速相对均衡稳健, 2019Q1 核心军工同增 19.6% 领先。2018 年 4 个季度, 民参军企业分别实现营收同增 18.8%、24.2%、21.6%、15.1%, 单季增速相对均衡平稳; 核心军工则波动较大, Q2 和 Q3 的单季增速超过 20%, Q4 回落至 -1.2%。2019 年 1 季度, 核心军工企业实现营业收入 509.2 亿元 (+19.5%), 增幅领先于民参军企业的 45.6 亿元 (+9.4%) 及军工概念企业的 28.3 亿元 (+7.3%)。

图表 21: 2017 年以来不同属性军工企业的单季营收增速对比

单季营收增速 (%)	核心军工	民参军	军工概念	军工行业整体
2017Q1	21.6%	13.6%	74.9%	23.0%
2017Q2	2.3%	16.2%	27.8%	4.2%
2017Q3	5.3%	7.8%	56.9%	7.3%
2017Q4	13.2%	8.6%	-36.4%	9.1%
2018Q1	1.4%	18.8%	1.1%	2.6%
2018Q2	25.2%	24.2%	14.2%	24.6%
2018Q3	23.0%	21.6%	0.5%	21.7%
2018Q4	-1.2%	15.1%	7.5%	0.05%
2019Q1	19.6%	9.4%	7.3%	18.1%

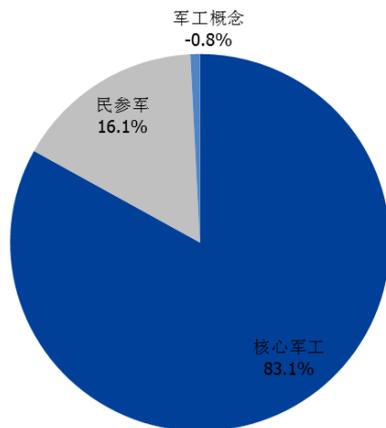
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2 利润端: 增速波动较大, 核心军工利润增速持续高于营收端

总归母净利润结构与营收端一致, 核心军工贡献 **83%**, 军工概念 **2018 年持续亏损**。2018 年, 核心军工企业以 116.2 亿元归母净利贡献行业整体的 83.1%, 民参军企业贡献 22.5 亿元、占比约 16.1%, 军工概念企业则持续亏损、拖累行业净利约 0.8%。

归母净利增速波动较大, 核心军工利润增速持续高于营收端。2018 年, 核心军工企业归母净利同比增长 12.9%, 高于同期营收增速 10.7%, 过去 2 年核心军工企业的归母净利增速持续高于营收端。2018 年民参军归母净利增速逐季回升, 全年同比增长 24.1%。

图表 22: 2016-2019Q1 军工行业分企业属性的归母净利润增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2016-2019Q1 军工行业分企业属性的归母净利润增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 军工概念 2018 年以来持续亏损)

单季归母净利润增速来看,核心军工整体领先,2019Q1 增长 83.9%驱动行业整体大增。民参军仅 2018Q4 单季增速 42.0%大幅反超核心军工,并最终导致 2018 全年增速反超。核心军工 2018 年各个季度归母净利润增速整体领先于民参军,仅 2018Q4 受均衡生产影响结算明显减少有所下滑。2019 年 1 季度核心军工企业实现归母净利润 20.7 亿元,同比大幅增长 83.9%,大超同期收入增速及民参军企业归母净利润增速。

图表 24: 2017 年以来不同属性军工企业的单季归母净利润增速对比

单季归母净利润增速 (%)	核心军工	民参军	军工概念	军工行业整体
2017Q1	81.9%	12.0%	507.3%	60.8%
2017Q2	5.3%	-0.6%	-21.5%	3.6%
2017Q3	33.2%	-13.5%	-69.2%	21.3%
2017Q4	10.7%	-29.7%	-97.8%	-0.5%
2018Q1	7.2%	0.0%	-410.2%	0.4%
2018Q2	42.7%	28.1%	-32.1%	38.9%
2018Q3	28.2%	11.9%	-525.0%	22.2%
2018Q4	-16.5%	42.0%	-650.0%	-10.5%
2019Q1	83.9%	-2.2%	35.0%	66.5%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.3 盈利能力: 民参军长期远高于核心军工,二者差距正逐步收窄

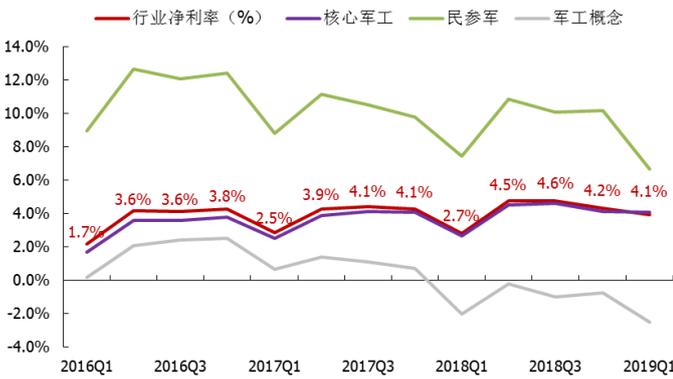
核心军工的盈利能力长期远低于民参军企业,主要与军工行业定价机制有关。2016-2019Q1 民参军企业的净利率在 10%上下波动,而核心军工则在 3%上下波动,民参军的毛利率水平长期维持在 35%-40%,而核心军工则在 15%左右,差距非常明显。我们认为,主要是以主机厂为代表的核心军工企业,其产品定价机制受限于单一来源 5% 成本加成模式,导致净利率长期处于低位,随着 2018 年末军品定价机制改革的落地,核心军工企业的长期盈利能力提升空间可期。

民参军企业的盈利能力虽高,但近年来承压明显,毛利率和净利率持续震荡下行。2018 年,民参军企业的毛利率和净利率分别为 34.7%、10.2%,较 2016 年分别下滑 4.4 pct、2.2pct; 2019 年 1 季度毛利率和净利率则分别同比下滑 1.8 pct、0.8 pct,总体呈现震

荡向下趋势，承压明显。我们认为，随着军民融合的深度发展，越来越多优质民营企业将会进入军工行业，民参军企业的竞争压力将持续加剧，毛利率空间也将受到挤压。

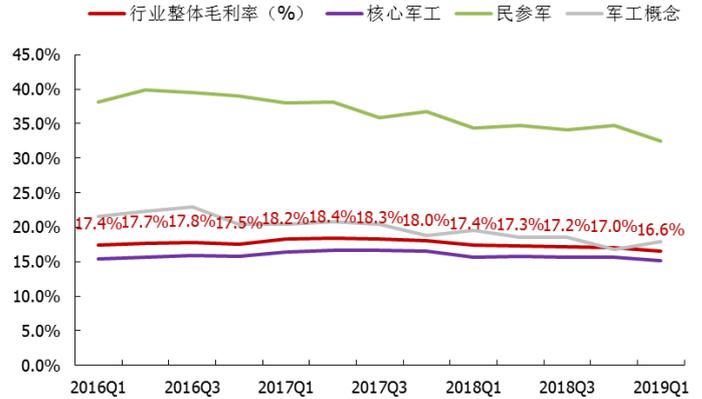
核心军工企业的净利率近年来稳中有升，与民参军企业的差距逐步收窄。2018年，核心军工企业的毛利率和净利率分别为15.7%、4.2%，较2016年分别下滑0.1pct、提升0.4pct，总体趋势呈现稳中有升。2018年核心军工的毛利率和净利率分别较同期民参军企业低19.0pct、2.6pct，这一差距较2016年已分别收窄4.2pct、2.6pct。

图表 25: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的净利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的毛利率对比



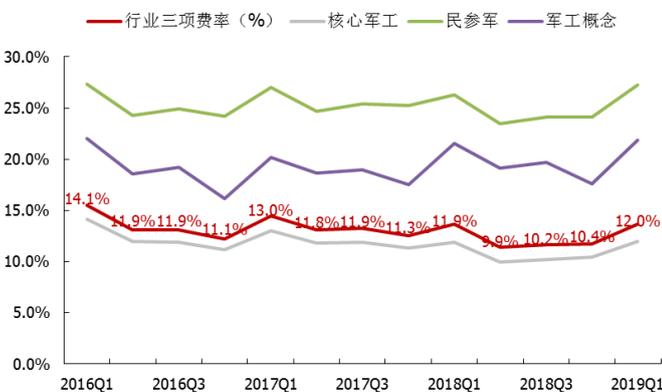
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.4 成本端：核心军工费用率更低，内部管控均有改善

民参军企业的费用率远高于核心军工。2018年，核心军工企业的三项费用率为10.4%，远低于民参军企业的24.1%，亦低于以民品为主的军工概念企业。2016年以来核心军工企业的三项费用率平均低于民参军企业约13.6pct。

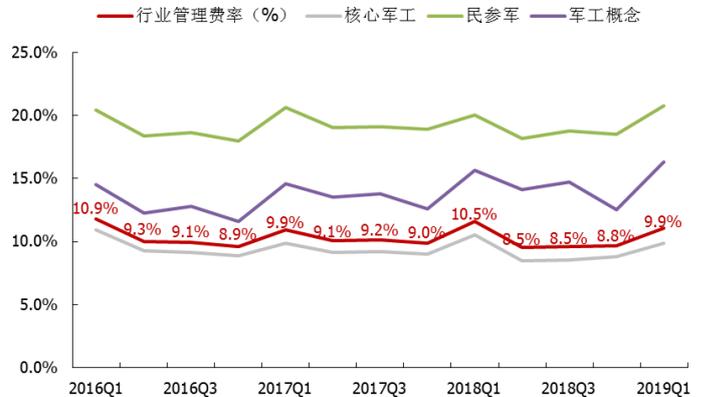
管理费率均有小幅下降，其中民参军企业降幅更大。2018年，行业整体管理费率同比大幅下降0.2pct，其中核心军工下降0.3pct、民参军下降0.4pct、军工概念持平，表明军工行业上市公司内部管理水平均有一定提升。每年一季度管理费率均普遍偏高。

图表 27: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的三项费率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的管理费率对比

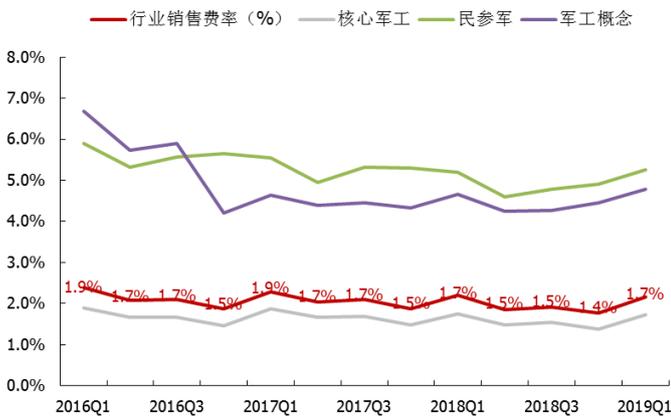


资料来源: wind, 国盛证券研究所

核心军工企业凭借天然优势，销售费率和财务费率均大幅低于民参军企业。核心军工企业拥有民参军企业无法比拟的天然优势，多数核心装备凭借单一来源采购模式销售拓展压力较小，销售费率因此长期低于以竞争性采购为主的民参军企业；而背靠财力雄厚的央企国企控股股东，资金成本亦显著低于市场化渠道，财务费率也长期大幅低于民参军企业。

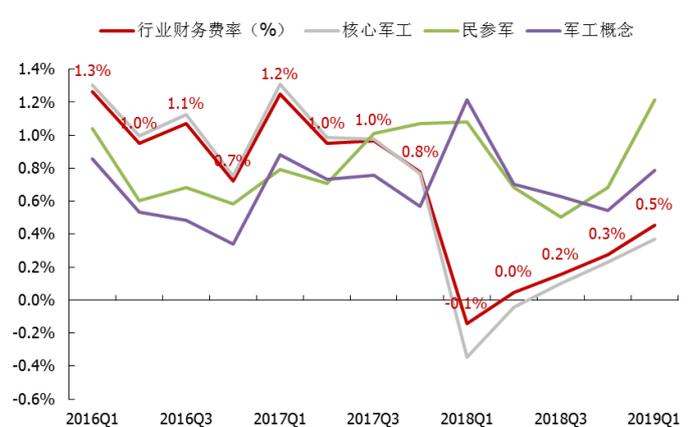
2018年，核心军工、民参军的销售费率分别为1.4%、4.9%，2016-2019Q1这一差距始终稳定在3.5-4.0 pct 区间波动；同期核心军工、民参军的财务费率分别为0.2%、0.7%，这一差距自2016年初的0.3 pct 快速降至-0.8pct，我们认为主要是近两年市场资金面偏紧导致资金成本上升所致。

图表 29: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的销售费率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2016-2019Q1 不同属性军工企业的财务费率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

四、选股主线与受益标的

- 1) 景气上行组合 (攻防兼备的“核心配套+总装”成长白马): 中直股份、航天电器、中航沈飞。
 - 2) 国企改革组合 (资产证券化、混改、股权激励等预期): 中国船舶、中船防务、中航机电、航天电子、内蒙一机。
 - 3) 科研价值重估组合 (军工信息化、自主可控、新材料): 四创电子、振华科技、菲利华、耐威科技、火炬电子。
- 催化剂: 军品定价改革、院所改制持续推进、军民融合利好政策。

图表 31: 受益标的估值表

股票 代码	股票 名称	EPS (元)				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600038	中直股份	0.87	1.06	1.29	1.57	1.57	37.4	30.6	25.2
002025	航天电器	0.84	1.03	1.24	1.44	1.44	24.0	20.0	17.1
600760	中航沈飞	0.53	0.62	0.74	0.85	0.85	44.8	37.6	32.7
002013	中航机电	0.23	0.27	0.32	0.37	0.37	26.1	22.0	18.9
600879	航天电子	0.17	0.21	0.24	0.26	0.26	30.0	25.9	22.5
600967	内蒙一机	0.32	0.41	0.49	0.54	0.53	26.5	22.3	19.5
600990	四创电子	1.62	1.74	2.03	2.37	2.37	26.6	22.7	19.5
000733	振华科技	0.55	0.61	0.76	0.91	0.91	23.8	19.2	16.1
300395	菲利华	0.55	0.73	0.98	1.29	1.29	23.5	17.5	13.3
300456	耐威科技	0.54	0.81	0.72	45.8	0.72	45.8	30.6	34.4
603678	火炬电子	0.74	0.97	1.25	1.52	1.52	19.8	15.4	12.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注释: EPS 来自 Wind 一致预测, PE 根据 2019 年 05 月 06 日收盘价计算

五、风险提示

1) 军工改革力度不及预期: 我们判断目前无论是核心军工还是民参军企业, 均受到军民融合深度发展等改革政策的倒逼而提升内部管理水平、降低费率, 而市场改革若不及预期, 则行业整体竞争能力也存在回落风险。

2) 军工企业订单波动较大: 军品装备的五年采购周期通常存在“前低后高”的特点, “十三五”期间受军改影响, 部分型号订货存在延迟, 加之军品采购政策面临改革对竞争格局带来变化, 企业订单波动加大。

3) 样本选取可能引起误差的风险: 本篇报告选取中信军工成份股作为分析对象, 并剔除严重亏损对行业整体数据影响较大个股以及缺乏近三年季度数据的次新股, 最终统计样本覆盖 52 家中信军工成份股, 统计结果可较大程度上反映主流军工板块的整体表现, 但仍存在样本选取偏差带来统计结果误差的可能。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com