

2019年05月07日

国防军工

2018年军工年报及2019年一季报深度综述

■**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2018年整体业绩稳健增长，2019Q1盈利能力改善。

2018年，整体实现营收（4894.76亿，同比增长12.54%）、实现归母净利润（215.08亿元，同比增长9.00%）。2019Q1，整体实现营收（1025.51亿元，同比增长11.77%），实现归母净利润（36.51亿元，同比增长18.80%）。分板块看，航空增长稳健，继续加大均衡生产力度；航天增长与两大航天集团增速匹配，受益宇航任务饱满叠加实战化训练；船舶因中国船舶扭亏为盈改善明显，信息化因军改影响削弱存在较大弹性。

2018年，军工行业在A股29个行业中，收入增速排在第15位、归母净利润增速排在第9位；2019Q1，收入增速排在第18位、归母净利润增速排在第10位，均处于中部靠前位置，未来两年军工行业的增长确定性大，相对其他行业具有比较优势。

2018年，军工板块毛利润总额加速增长，毛利率18.09%略有下降0.51个百分点，净利率4.39%基本持平。表观期间费用率有所下降，管理费用率上升主要是研发投入加大所致。背后主要原因或是军工上市公司尤其是国企提质增效效果显现，相应期间费用有所下降。2019Q1军工行业毛利率略有下降0.32个百分点，净利率水平较平稳，改善0.2个百分点。其中，期间费用率略有上升，税金及附加占比降低0.1个百分点，资产减值损失占比减少0.15个百分点。

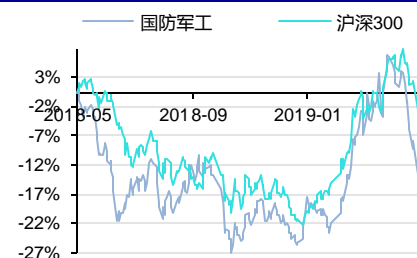
■**资产负债表**：资产负债表重点关注预收账款（体现在手订单情况）、存货（尤其原材料能反映中长期的增长）、应付账款（反映为满足订单生产的采购情况）等科目的变化，军工行业基本面持续向好，从18年年报数据可看出：①预收账款同比增加19.41%，其中兵器、信息化分别增长65.87%、50.81%；航空（中航沈飞等主机厂因均衡生产，前期预收账款随产品交付在当期确认收入）、航天（中国卫星变更预收账款方式）虽有所下滑，但典型军工零部件公司预收账款普遍增长较快，能够明显反映出订单的逐渐好转。②存货中原材料增速15.5%高于存货整体增速1.57%，占比提升1.61个百分点，其中航空、兵器、信息化增长较快，且民企增长显著高于国企；③应付账款同比增长10.20%，其中航空与信息化的增长分别为13.05%、8.59%。19一季报基本延续年报态势。其中①预收账款同比增加4.53%，兵器、信息化分别增长28.17%、36.43%；②19Q1

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.20	-7.46	-6.87
绝对收益	-11.50	6.00	-10.77

冯福章

分析师

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

张超

分析师

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

余平

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518070002
yuping1@essence.com.cn

张傲

分析师

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

花超

报告联系人

huachao1@essence.com.cn

相关报告

航空发动机：国之重器，国产化势在必行 2019-03-14

军工行业债专题研究 2019-03-07

船舶板块：国资委要求 2019 年稳妥推进船舶领域战略性重组，军民船迎双拐点背景下船舶板块值得重点关注 2019-02-27

军工信息化系列报告之一：19 年存在较大业绩、估值弹性，长期在于信息化、国产化和更新换代 2019-02-25

国防军工行业动态分析 2019-01-15

存货同比减少 6.28%，主要船舶影响较大，其中兵器、信息化增长较快。年报及一季报资产负债表的变化显示行业基本面持续向好，我们预计 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。

■**现金流量表：随着军改推进整体向好，船舶和航空板块较差。**2018 年军工行业经营性现金流同比变差，主要受船舶和航空板块影响。总体来说，受军改影响，2016 年军工行业现金流情况经历了最低谷，当年全行业经营性现金流仅 9.57 亿元。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。

军工行业订单交付及回款集中于后半年，因此一季度军工企业经营性现金流多为净流出。同 2018Q1 相比，2019Q1 船舶板块现金流情况变差，也导致国企板块现金流情况恶化；民参军现金流情况明细好转，由-35.47 亿增长至-4.87 亿，说明民营企业回款情况改善。

■**基金持仓分析：军工仓位略降，民参军持仓提升。**对 2019Q1 公募基金重仓持股进行统计，军工行业持股比例为 2.41%，环比下降 0.10 个百分点，超配 0.15%；主动基金持股比例为 1.20%，环比下降 0.10 个百分点；公募基金军工持仓依然处于四年来低位。军工行业持股高度集中，持仓前十占比 67.72%，持仓前二十占比 90.27%。国有企业持仓比例为 91.39%；民参军公司持仓比例为 8.61%，持仓比例回升 2.62 个百分点。2019Q1 持仓前十个股分别为中航光电、中国重工、中直股份、中航飞机、航发动力、中航沈飞、航天电子、中国卫星、内蒙一机、中航机电，全部为国企；相比 2018Q4，中国卫星入列，航天电器出列。

■**19 年军工行业大逻辑未变，基本面持续向好，重点仍是国企零部件+弹性民参军信息化标的**

19 年军工行业基本面持续向好。正如我们在 2019 年度策略报告《阳和启蛰》中提出，军工行业基本面稳健增长（非高速增长），在市场普遍预期 2019 年宏观经济压力、贸易摩擦持续升温的情况下，军工行业相对其它行业或具有较为明显的比较优势。19 年一季报军工行业利润表已有所呈现，其稳健增长属性将在 19 年年报中进一步确认。展望未来两年，军工行业的投资逻辑未变，在于：一是在中美关系不确定性增加及武器装备建设大背景下，军改补偿性订单增加以及五年周期后两年集中交付，行业订单逐步增加，带来的盈利水平提升，将从 18 年资产负债表的变化兑现至 19 年利润表。二是股权激励有大面积推进的迹象，企业降低成本和费用的意愿将增强，或带来盈利水平的提升。三是军工体制改革的推进，行业里不适应发展需要的制度、体系得以根本性改革，使得行业生产率得以改善。

1) 展望 5 月份，以主机厂为代表的部分公司估值消化叠加 Q1 增速较高，预计将有反弹。比如【中航沈飞】、【内蒙一机】等。以主机厂为代表的部分公司一季度表观数据不错，但股价一直跑输指数，既有过往估值较高的原因，也有市场预期依旧较高的因素。现在股价下行后估值得到部分修复，叠加均衡生产等因素或使得 Q1 增速较高，预计未来会有小幅反弹的可能（部分公司一季报占全年比重仍比较低，全年行业增速较好判断，预计全年行业增速在 20% 左右）。

2) 重点关注信息化、民参军和并购重组。信息化和民参军标的具有业绩弹性，Q1 数据已有所体现，且部分公司估值仍仅有 20 多倍，随着股权问题解决、订单落地等，估值具备向上空间，建议关注【航天发展】、【振华科技】、【楚江新材】、【长鹰信质】。一季度【亚光科技】、【红相股份】等已能看出民参军和信息化的业绩和估值弹性。

3) 对于资产证券化标的，目前股价处于相对底部，且今年以来并购重组政策较为积极，至今已有 6 起案例，后续或涌现更多，因此我们建议通过量化分析、组合配置的方法筛选相关标的，详见资产证券化培训班材料。

4) 国有企业零部件方面仍继续关注低估值的【中航光电】、【航天电器】等。

■风险因素：

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。

内容目录

一、利润表：18 年整体业绩稳健增长，19Q1 持续向好	8
1.1. 航空：板块增长稳定，零部件企业增速较快.....	12
1.2. 航天：航天强国建设提速，业绩同比改善.....	14
1.3. 兵器：稳定发展、长期投入.....	16
1.4. 船舶：军船仍受军改调整影响，民船仍处长周期底部盈利尚未改善.....	17
1.5. 信息化：因军改影响削弱存在较大弹性，毛利率平稳中小幅增长.....	19
二、资产负债表：基本面持续向好	20
2.1 预收账款：信息化、兵器增长较快，反映订单好转.....	20
2.2 存货：原材料增速较快、占比提升，反映中长期增长更为乐观.....	22
2.3 应付账款：反映为满足客户订单的采购情况，信息化与兵器增长较快.....	25
三、现金流量表：随着军改推进整体向好，船舶和航空板块较差	27
四、基金持仓分析：军工仓位略降，民参军持仓提升	29
五、重点公司年报及一季报点评	34
5.1. 中航光电一季报点评：净利润同比增长 39.14%，超出市场预期.....	34
5.2. 中航光电年报点评：归母净利润增长 15.56%，预计未来两年增长是大概率事件.....	34
5.3. 航天发展年报点评：内生与外延并重，18 年实现归母净 (4.48 亿元，+59.34%) ..	36
5.4. 航天发展一季报点评：一季度净利润同比增长 41.58%.....	38
5.5. 振华科技年报点评：18 年归母净增长 27%，军工电子贡献主要利润.....	38
5.6. 航天电器一季报点评：营收净利受订单拉动较好，民品占比提高毛利率有所降低....	39
5.7. 中直股份一季报点评：2019Q1 营收与归母净利润同比增长均为 11.50%.....	41
5.8. 亚光科技年报及一季报点评：成都亚光超额完成业绩承诺，签订 12 亿巡逻艇意向订单	42
5.9. 红相股份年报及一季报点评：18 年及 19Q1 业绩符合预期，拟发行可转债募 8 亿元	43

图表目录

图 1：军工行业近五年年报营收及增速（百万元，%）.....	8
图 2：军工行业近五年年报归母净利及增速（百万元，%）.....	8
图 3：2018 年计提的资产减值损失合计 179 亿元.....	8
图 4：军工行业营收增速排名第 15 位.....	9
图 5：军工行业归母净利增速排名第 9 位.....	9
图 6：军工毛利润总额及增速（百万元，%）.....	10
图 7：净利率下降幅度小于毛利率（%）.....	10
图 8：军工行业国企、民参军历年毛利率.....	10
图 9：军工行业国企、民参军历年净利率.....	10
图 10：管理费用率、销售费用率及财务费用率下降（%）.....	10
图 11：管理费用率细分科目及研发支出占比（%）.....	10
图 12：军工行业历年 Q1 营收及营收增速（百万元，%）.....	11
图 13：军工行业历年 Q1 归母净利及增速（百万元，%）.....	11
图 14：军工行业 19Q1 营收增速在 29 行业中排名第 18 位.....	11
图 15：军工行业 19Q1 归母净利增速在 29 行业中排名第 10 位.....	11
图 16：军工行业历年 Q1 毛利率及净利率（%）.....	12
图 17：军工行业历年 Q1 期间费用率（%）.....	12
图 18：航空板块历年营收及同比增速（百万元，%）.....	12
图 19：航空板块历年归母净利及营收增速（百万元，%）.....	12

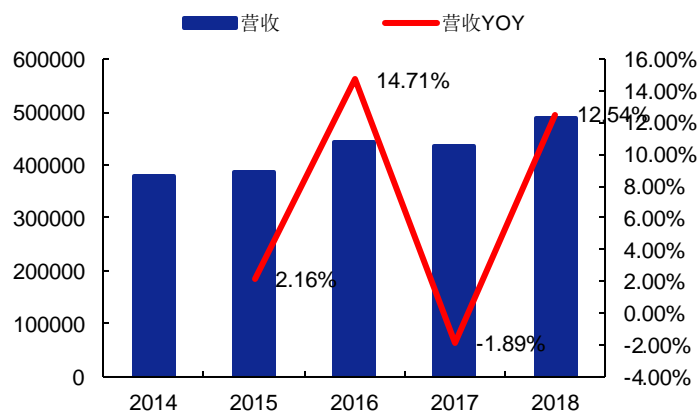
图 20: 航空板块历年毛利率及净利率 (%)	13
图 21: 航空板块历年期间费用率 (%)	13
图 22: 航空板块 Q1 营收及同比增速 (百万元, %)	13
图 23: 航空板块 Q1 归母净利及营收增速 (百万元, %)	13
图 24: 航空板块 Q1 毛利率及净利率 (%)	13
图 25: 航空板块 Q1 期间费用率 (%)	13
图 26: 航天板块历年营收及同比增速 (百万元, %)	14
图 27: 航天板块历年归母净利及营收增速 (百万元, %)	14
图 28: 航天板块历年毛利率及净利率 (%)	14
图 29: 航天板块历年期间费用率 (%)	14
图 30: 管理费用明细占营收比重 (%)	15
图 31: 研发人员数量及研发支出占营收比重 (%)	15
图 32: 航天板块典型公司 2019Q1 营收增速 10.13%	15
图 33: 航天板块典型公司 2019Q1 归母净利增速 9.12%	15
图 34: 航天板块 2019Q1 毛利率提高, 净利率持平	16
图 35: 航天板块 2019Q1 期间费用率	16
图 36: 兵器板块历年营收情况	16
图 37: 兵器板块历年归母净利润情况	16
图 38: 兵器板块历年毛利率情况	17
图 39: 兵器板块历年三费率情况	17
图 40: 船舶板块历年营收情况	17
图 41: 船舶板块历年归母净利润情况	17
图 42: 我国新造船订单与新造船价格指数情况	18
图 43: 船舶板块历年毛利率情况	18
图 44: 船舶板块历年三费率情况 (%)	19
图 45: 船舶板块财务费用情况 (百万元)	19
图 46: 信息化板块历年营收情况	19
图 47: 信息化板块历年归母净利润情况	19
图 48: 信息化板块历年毛利率和净利率情况	20
图 49: 信息化板块历年期间费用率情况	20
图 50: 信息化板块历年预收账款情况 (百万元)	22
图 51: 2019 一季度信息化板块预收账款情况 (百万元)	22
图 52: 军工行业经营性现金流 (百万元)	27
图 53: 军工国企经营性现金流 (百万元)	27
图 54: 民参军经营性现金流 (百万元)	27
图 55: 军工行业公募基金重仓持股统计	29
图 56: 军工行业基金持仓超低配情况	29
图 57: 2019Q1 军工行业基金持股集中度 (亿元)	30
图 58: 2019Q1 基金军工持仓结构 (亿元)	30
表 1: 军工各子行业 2018 年营收增速及归母净利增速 (%)	9
表 2: 海军装备产业链企业财务数据	18
表 3: 18 年年报及 19 年一季报预收账款 (含合同负债) 情况 (单位: 百万元)	21
表 4: 航天板块典型公司历年及 19Q1 预收账款 (百万元, %)	21
表 5: 18 年年报存货情况 (百万元)	23

表 6: 18 年年报原材料、在产品和产成品占比情况.....	23
表 7: 19 年一季报存货情况 (百万元)	23
表 8: 航天板块历年存货增速.....	24
表 9: 18 年年报应付账款情况 (百万元)	25
表 10: 18 年年报典型公司资产负债表重点科目概览 (百万元)	26
表 11: 军工行业经营性现金流 (百万元)	27
表 12: 军工行业经营性现金流 (百万元)	28
表 13: 2019Q1 公募基金军工持仓市值排名.....	31
表 14: 2019Q1 公募基金加/减仓排名.....	32
表 15: 2019Q1 持股占流通市值比前十.....	32
表 16: 2019Q1 持有基金数量前十.....	32

一、利润表：18 年整体业绩稳健增长，19Q1 持续向好

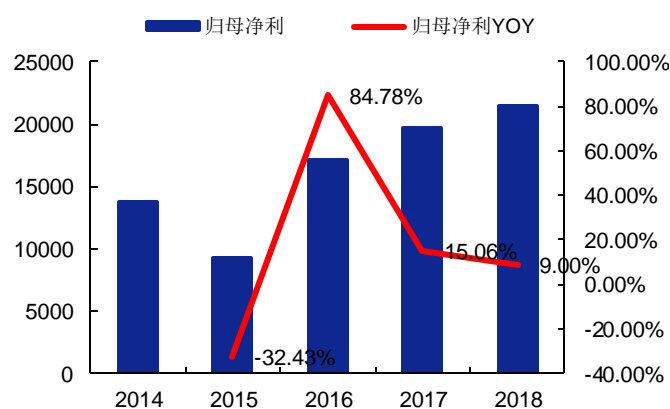
受军品订单及回款改善、军工企业均衡生产等因素影响，军工行业 2018 年整体业绩稳健增长。我们选取军工行业 123 家军工企业整体法统计得出，军工行业 2018 年合计实现营收（5314.96 亿，同比增长 10.71%）、实现归母净利（112.59 亿元，同比减少 38.98%），主要原因为 2018 年板块内部分公司大幅计提资产减值损失，若剔除此类个别公司的影响，2018 年军工行业整体实现营收（4894.76 亿，同比增长 12.54%）、实现归母净利（215.08 亿元，同比增长 9.00%）。

图 1：军工行业近五年年报营收及增速（百万元，%）



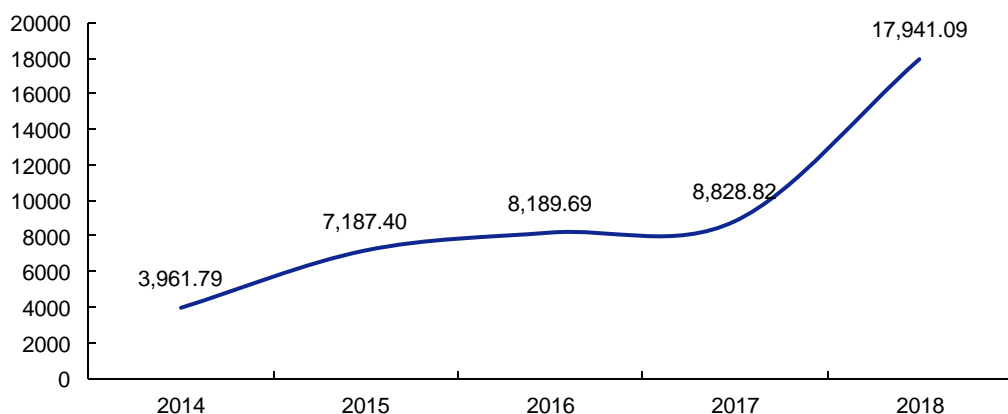
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：军工行业近五年年报归母净利及增速（百万元，%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

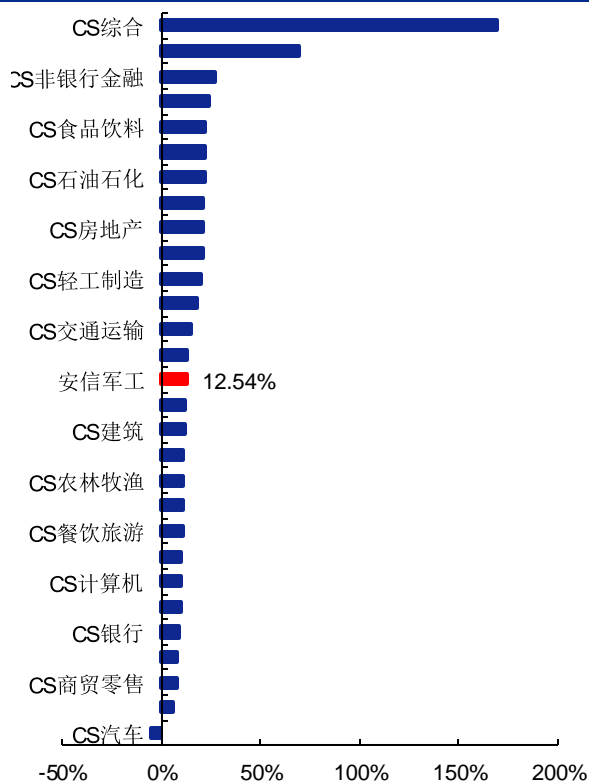
图 3：2018 年计提的资产减值损失合计 179 亿元



资料来源：wind，安信证券研究中心

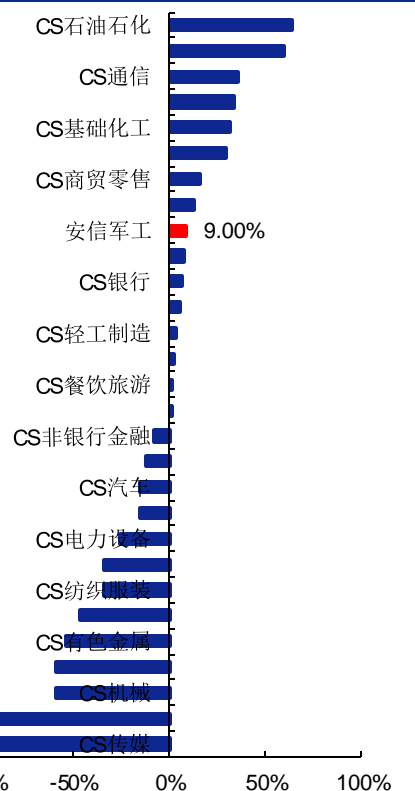
2018 年，军工行业在 A 股 29 个行业中，收入增速排在第 15 位、归母净利增速排在第 9 位，处于中部靠前位置，对比 2017 年军工行业排名（营收增速排名第 29 位、归母净利增速排名第 22 位），2018 年军工行业营收及归母净利增速排名均有较好上升，验证了我们在 2018 年度策略报告《发轫之始——论 2018 年基本面变化与阶段性机会》指出的行业观点：18 年国防预算和军品订单可能迎来增速回升。①从国防预算方面，预计 18 年国防预算增速将迎拐点；②从军队体制改革方面，18 年军改影响逐步减弱，或将迎来的订单补偿性增长；③从军品交付 5 年周期规律方面，2018~2020 年进入补偿期。

图 4：军工行业营收增速排名第 15 位



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：军工行业归母净利增速排名第 9 位



资料来源：wind，安信证券研究中心

分子行业看，航空航天装备收入利润增长与行业整体较为同步，船舶明显改善。2018 年同比口径统计，军工 5 个子行业中，航空装备子行业上市资产多，收入基数大、2018 年大力推进均衡化生产，全年营收利润稳定增长；航天子行业军品上市资产占比较少，若剔除航天机电去年大幅亏损影响，营收及归母净利增速分别为 10.40%、10.99%，若统计军工占比高的航天子行业内公司，营收及归母净利增速分别为 7.52%、10.11%，归母净利增速与行业整体也大概同步；船舶子行业 18 年中国船舶等扭亏为盈，大大提高了行业的整体盈利水平；兵器板块受银河电子大幅亏损影响较大，同比减少 55.47%，剔除后同比增长 8.92%；信息化装备子行业营收占军工行业整体 14.40%，但归母净利占 23.11%，反映出该信息化装备净利率水平高，且信息化行业过去两年受军改影响较大，存在一定业绩弹性。各主要子行业的收入利润增速情况详见下文。

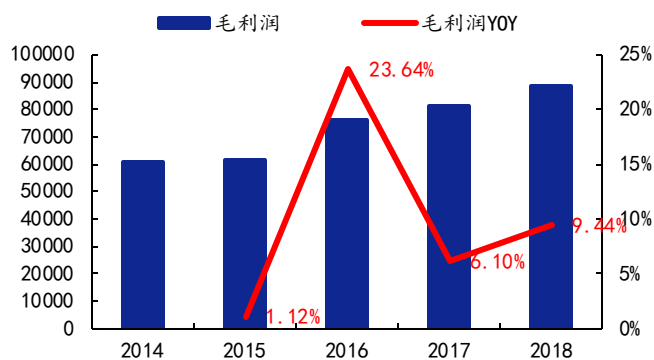
表 1：军工各子行业 2018 年营收增速及归母净利增速 (%)

	兵器	船舶	航空	航天	其他	信息化
营收增速	9.43%	8.21%	12.27%	9.28%	22.61%	5.51%
营收增速 (剔除个别)	9.95%	8.24%	6.04%	7.52%		
归母净利增速	-55.47%	223.98%	8.79%	24.92%	35.62%	-4.88%
归母净利增速 (剔除个别)	8.92%	96.64%	8.45%	10.11%		1.20%

资料来源：wind，安信证券研究中心

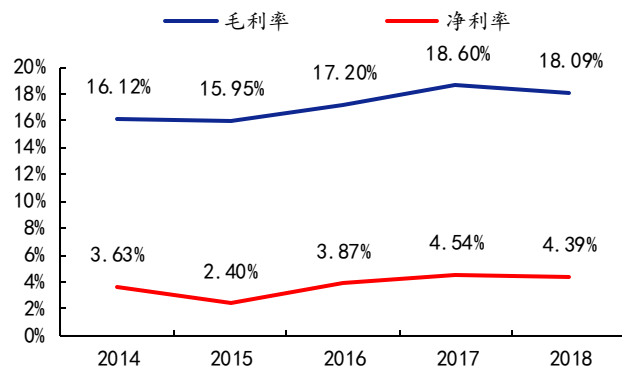
军工板块毛利润总额加速增长，整体毛利率略有下降，但净利率下降幅度小于毛利率。2018 年度毛利润 (885.23 亿，同比增长 9.44%)，毛利率 18.09% 同比下降 0.51 个百分点，净利率 4.39% 与 2017 年基本持平。军工板块在毛利率下降背景下仍保持了稳定的盈利能力，表观看是期间费用率有所下降，背后主要原因或是军工上市公司尤其是国企提质增效效果显现，相应期间费用有所下降。

图 6: 军工毛利润总额及增速 (百万元, %)



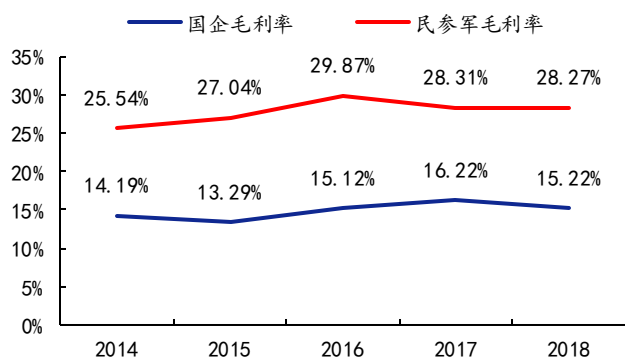
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 7: 净利率下降幅度小于毛利率 (%)



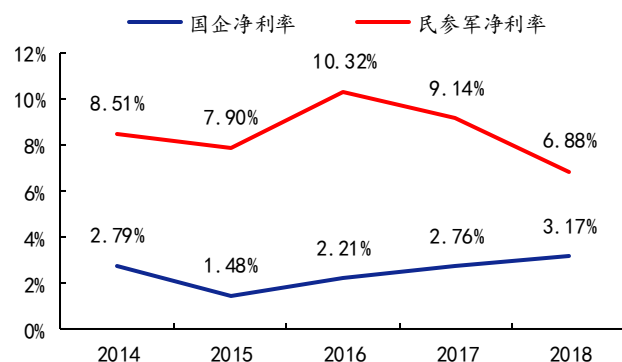
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 8: 军工行业国企、民参军历年毛利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

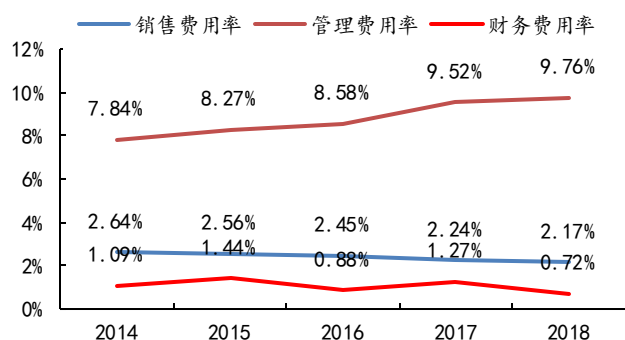
图 9: 军工行业国企、民参军历年净利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

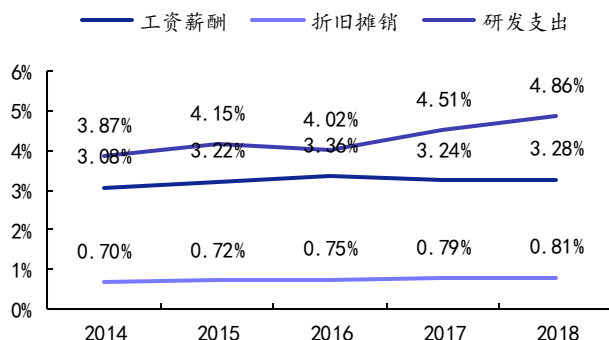
2018 年期间费用率略有下降, 管理费用率上升主要是研发投入加大所致。军工企业整体期间费用率降低 0.37 个百分点, 其中管理费用率略提高 0.24 个百分点, 销售费用率、财务费用率分别降低 0.07、0.55 个百分点。其中, 管理费用率提高一方面是由于工资薪酬、折旧摊销均略有增加, 更多的是研发投入占比提高带来的研发支出费用化增加。我们统计披露了研发人员数量的公司数据, 得到 2018 年研发人员数量同比增加 7.84%, 反映出十三五期间我国武器装备发展迅速, 预先研究及新型装备研制有加速态势, 军工企业为提高本身行业内竞争力, 相应加大研发投入, 提高中长期业绩弹性。

图 10: 管理费用率、销售费用率及财务费用率下降 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 11: 管理费用率细分科目及研发支出占比 (%)

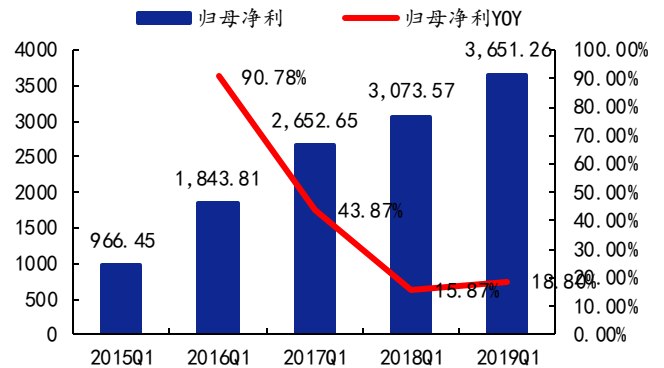
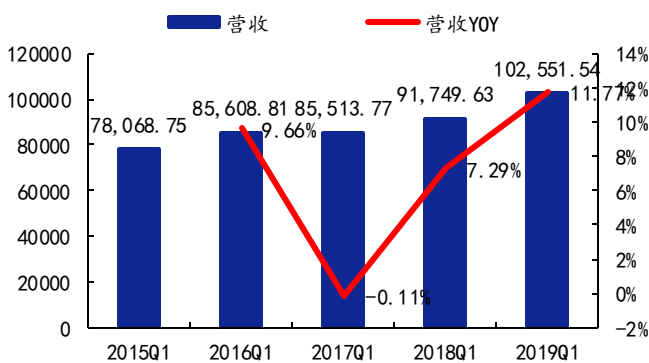


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019Q1，军工行业实现营收（1025.51 亿元，同比增长 11.77%），实现归母净利（36.51 亿元，同比增长 18.80%）。军工行业在 A 股 29 个行业中，收入增速排在第 18 位、归母净利增速排在第 10 位，处于中部靠前位置。我们在 2019 年度策略报告《阳和启蛰》明确指出：2019 年行业增速或和今年基本持平或略有提升，多数公司收入增速还是百分之十几，平均增长 20%左右。主要源于：第一，军工领域的投资包括中央基本预算、地方预算以及军民融合基金等，资金的来源和用途较为清晰，预计投入资金增速或维持在 12-13%。第二，军工装备作为 TO-B 的市场，用户为 200 万人的军队，而作为高端装备制造业，军工行业发展和下游客户需求紧密相关，同样受限于需求和产能的制约。在国内宏观经济增速放缓，全球安全局势趋紧的情况下，军工行业增长或较为稳健，但在市场普遍预期明年尤其上半年宏观经济存在下行压力、贸易摩擦持续升温的情况下，或将使得军工行业增速更为突出，相对其他行业具有比较优势。2019Q1 军工行业利润增速持续改善也验证了我们此前观点。

图 12：军工行业历年 Q1 营收及营收增速（百万元，%）

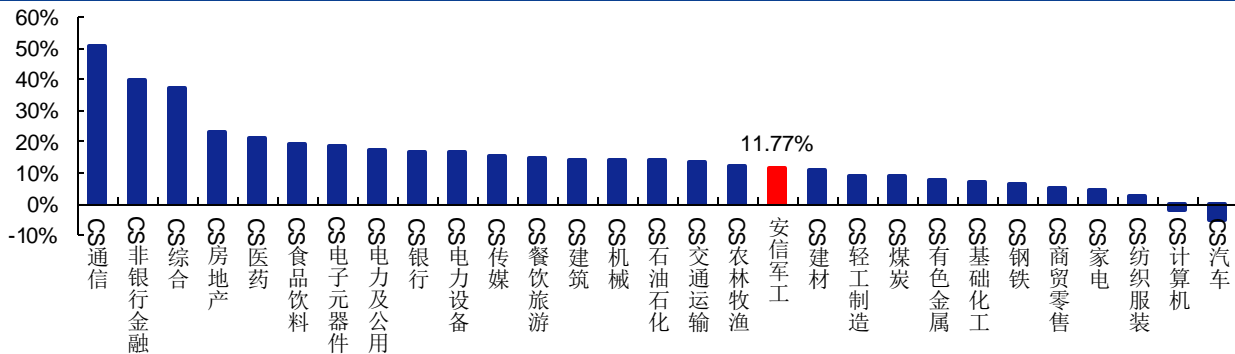
图 13：军工行业历年 Q1 归母净利及增速（百万元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

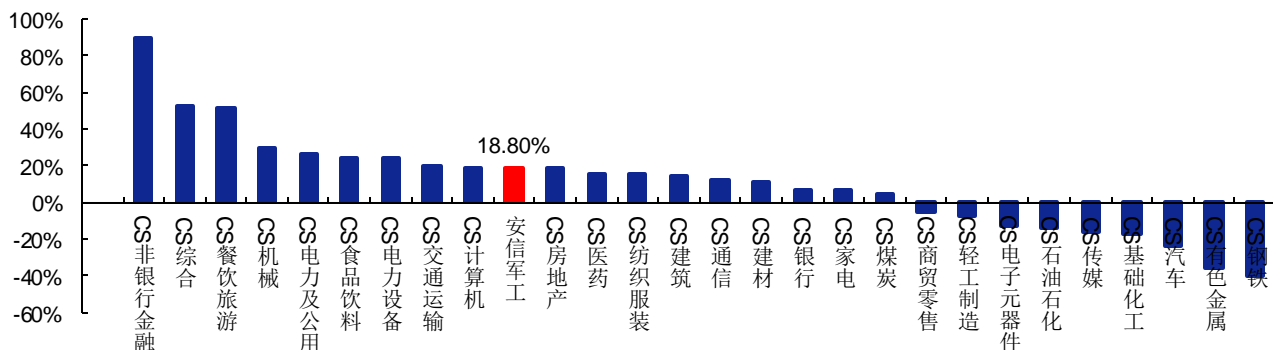
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 14：军工行业 19Q1 营收增速在 29 行业中排名第 18 位



资料来源：wind，安信证券研究中心

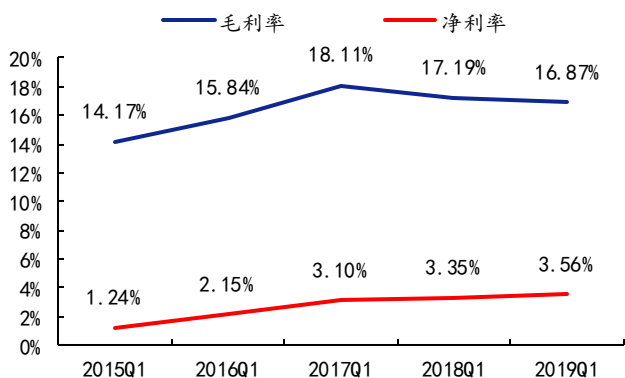
图 15：军工行业 19Q1 归母净利增速在 29 行业中排名第 10 位



资料来源：wind，安信证券研究中心

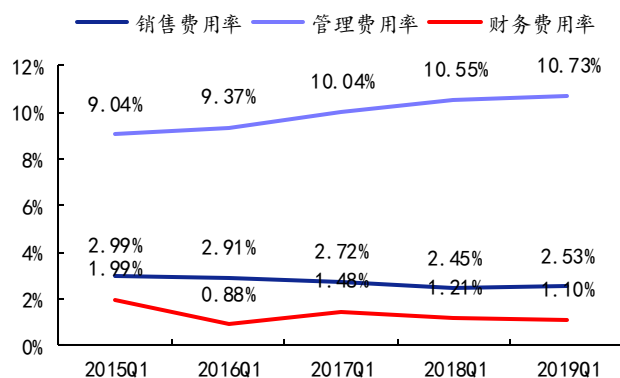
2019Q1 军工行业毛利率有所下降，净利率略有改善。军工行业 2019Q1 受军工行业受原材料等成本上升毛利率略有下降 0.32 个百分点，净利率水平较平稳，改善 0.21 个百分点。其中，期间费用率略有上升，税金及附加占比降低 0.1 个百分点，资产减值损失占比减少 0.15 个百分点。此前，我们在 2019 年年度策略报告中也提出，2019 年行业毛利率和费用率变化处在较大变动时期，预计毛利率或略有下滑，净利润或存在较大波动。

图 16: 军工行业历年 Q1 毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 军工行业历年 Q1 期间费用率 (%)

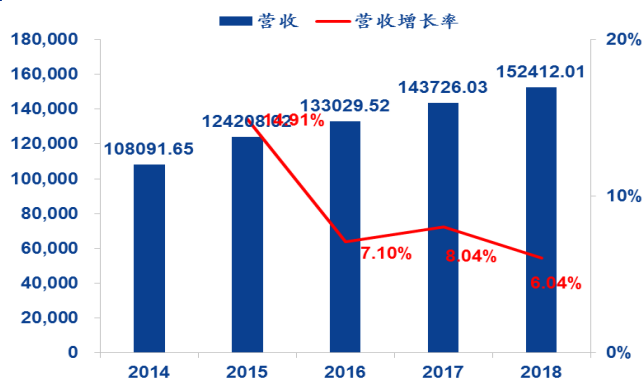


资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.1. 航空: 板块增长稳定, 零部件企业增速较快

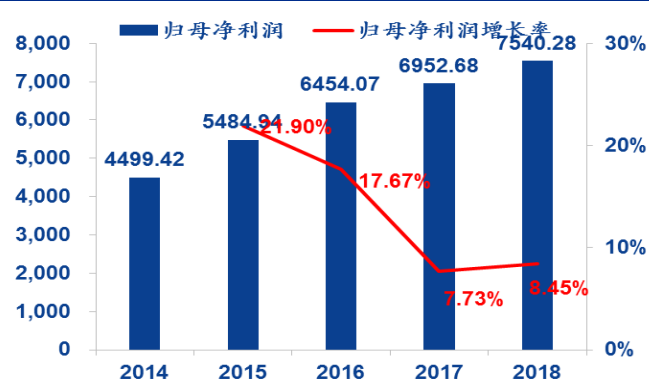
2018 年航空板块营收 (1845.96 亿, +12.27%), 归母净利润 (76.58 亿, +8.79%)。宝胜股份 2018 年营收 (321.84 亿, +55.55%), 营收增加主要来自于民品, 且对板块统计影响较大, 剔除宝胜股份后, 航空板块营收同比增加 6.04%, 归母净利润同比增加 8.45%。板块营收增长主要来自于中航飞机、中直股份、中航沈飞, 同比增速分别为 7.69%、8.44%、3.55%。板块归母净利润增长主要来自于中航高科、中航重机、中航光电、中航机电、洪都航空, 同比增速分别为 263.85%、102.49%、15.56%、16.49%、383.59%。航空工业集团尤其是主机厂, 2018 年大力推进均衡化生产, 全年营收利润稳定增长。中航光电、中航机电等上游零部件企业, 受其良好的市场化激励机制影响, 增速更为显著。

图 18: 航空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, 剔除宝胜股份, 中航沈飞追溯至 2015 年

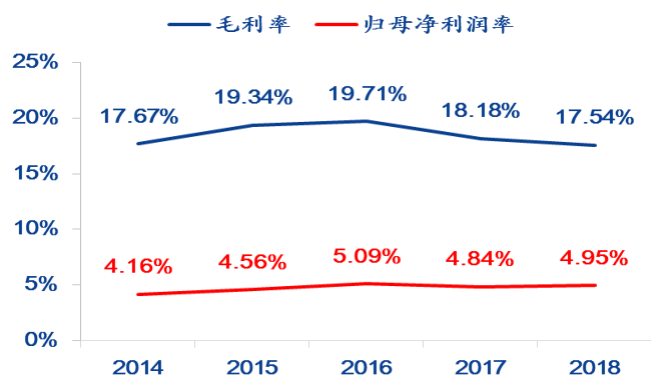
图 19: 航空板块历年归母净利润及营收增速 (百万元, %)



资料来源: wind, 安信证券研究中心, 剔除宝胜股份, 中航沈飞追溯至 2015 年

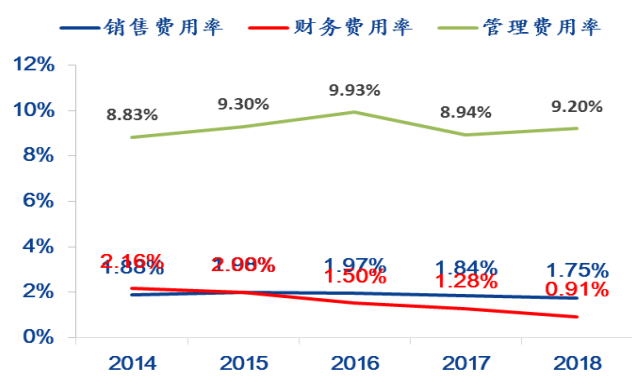
提质增效成果显著, 期间费用大幅降低。受上游材料涨价影响, 航空板块毛利率 17.54%, 下降 0.64 个百分点, 但由于三费控制良好, 财务费用和销售费用大幅缩减, 净利润率反而由 4.84% 提高至 4.95%; 近年来, 航空工业集团推进“瘦身健体、提质增效”, 大力控成本、降费用、压支出, 取得了较为明显的效果。

图 20: 航空板块历年毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心, 剔除宝胜股份

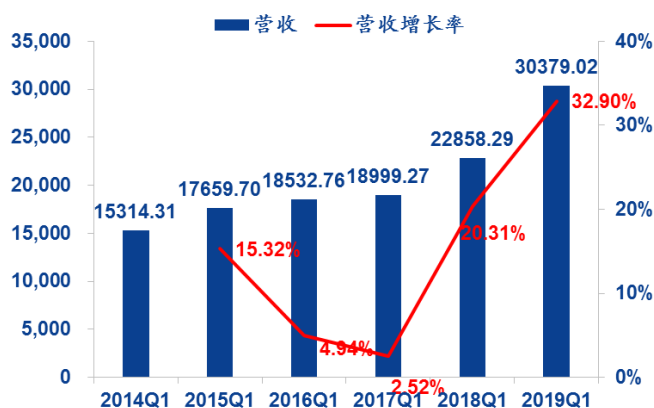
图 21: 航空板块历年期间费用率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心, 剔除宝胜股份

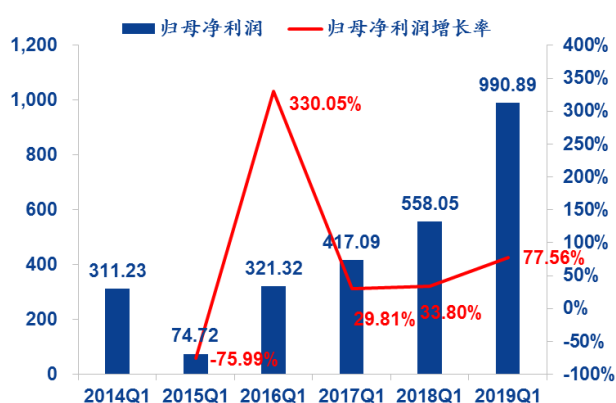
受益于航空工业集团大力推进均衡生产, 航空板块 2019Q1 营收同比增长 32.90%, 归母净利润大增 77.56%, 再次迎来开门红。其中营收增速较快的有中航沈飞 (+191.27%)、中航光电 (+45.95%)、中航电子 (+39.91%)、中航机电 (+26.40%)、中航飞机 (+21.42%); 中航沈飞由 2018Q1 亏损 0.22 亿到 2019Q1 盈利 1.98 亿, 对板块利润增长贡献最大, 其余归母净利润增速较快的有中航机电 (+353.64%)、中航飞机 (+46.13%)、中航光电 (+39.14%)、中航电测 (+32.15%)。

图 22: 航空板块 Q1 营收及同比增速 (百万元, %)



资料来源: wind, 安信证券研究中心, 剔除宝胜股份

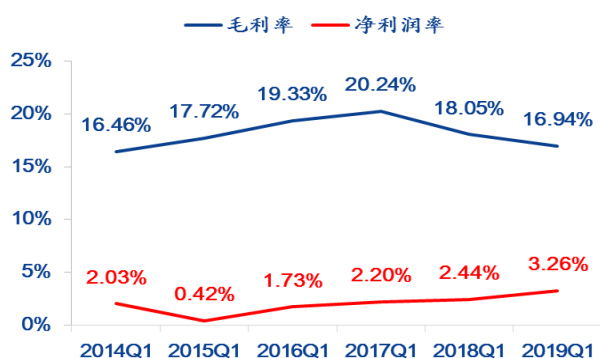
图 23: 航空板块 Q1 归母净利润及营收增速 (百万元, %)



资料来源: wind, 安信证券研究中心, 剔除宝胜股份

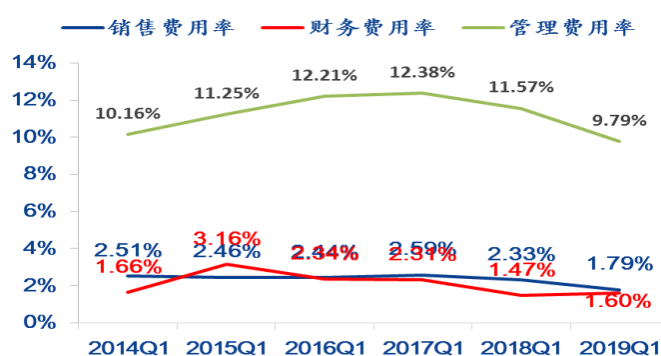
2019Q1 航空板块毛利率 18.05%, 下降 2.19 个百分点, 但由于三费控制良好, 期间费用大幅缩减, 净利润率反而由 2.20% 提高至 2.44%; 管理费用率 9.79%, 降低 1.78 个百分点; 销售费用率 1.79%, 降低 0.54 个百分点。近年来, 航空工业集团推进“瘦身健体、提质增效”, 大力控成本、降费用、压支出, 取得了较为明显的效果。

图 24: 航空板块 Q1 毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 25: 航空板块 Q1 期间费用率 (%)

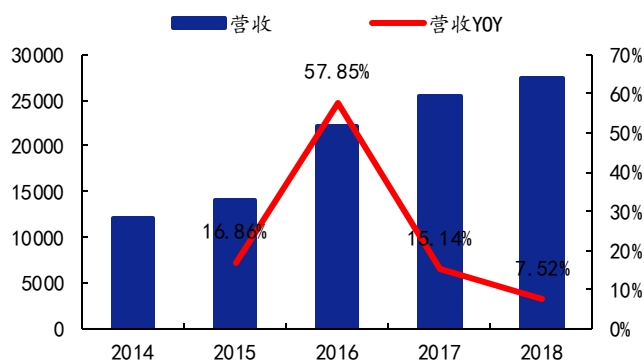


资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.2. 航天：航天强国建设提速，业绩同比改善

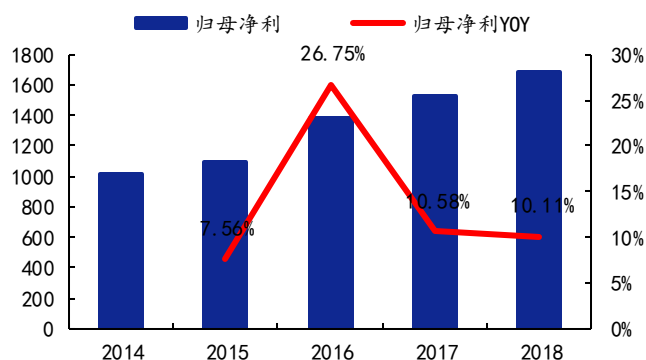
航天板块 2018 年营收及净利同比均有增长，符合整体行业增速。选取军工业业务占比较高的航天板块上市公司采用整体法统计，航天板块 2018 年营收同比增长 7.52%，归母净利润同比增长 10.11%。2018 年，航天科技集团实现营收同比增长 8.6%，实现利润总额同比增长 5.6%；航天科工集团实现营收同比增长 9.5%，利润总额同比增长 11.2%，净利润同比增长 12.2%。由此可见，航天板块上市公司营收及净利增长趋势及幅度均符合航天整体行业增速。2018 年，我国航天发射次数居全球第一，高达 39 次，一方面有长征五号发射失利后的延期发射任务集中在去年，另一方面也是我国航天强国建设明显提速，十三五期间将保持高强度发射。2018 年 8 月 30 日，航天科技集团第七次工作会明确指出将十三五目标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。根据航天科技集团对外公布，2019 年计划实施 30+ 次宇航发射，预计发射航天器 50 余颗，高密度发射任务呈常态化另外，两大航天集团承接我国绝大部分导弹型号总体任务，我们预计，2019 年我军实战化军事训练仍将维持从难从严的常态化；实战化训练频率和强度提高，将导致武器装备尤其是导弹等消耗品等需求增加。根据解放军报报道，解放军诸多前沿主战部队的炮弹及导弹消耗量已经呈现翻倍态势，东部战区陆军某旅 2018 年枪弹、炮弹、导弹消耗分别是 2017 年的 2.4 倍、3.9 倍、2.7 倍。

图 26：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

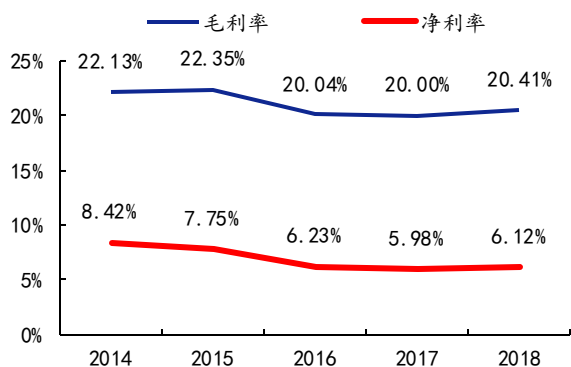
图 27：航天板块历年归母净利及营收增速（百万元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

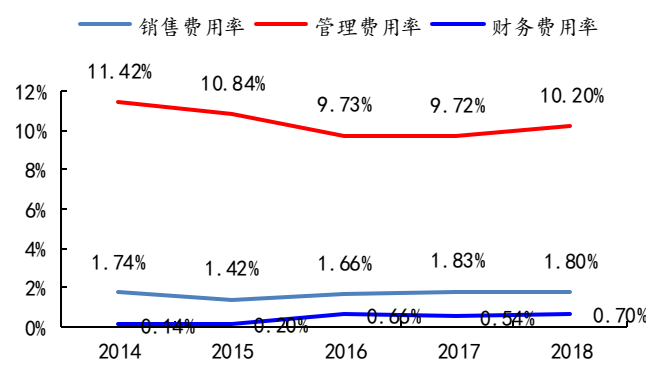
航天板块 2018 年毛利率 20.41%，较去年同期提高了 0.41 个百分点，主要因为高毛利军品业务向好。其中，部分公司比如航天电器、中国卫星等优势军品业务稳健提高，毛利率分别提高了 0.56、0.68 个百分点。我们综合考虑公司军品竞争力、新的军品定价机制改革影响释放，相应公司民品开拓力度加大等因素，预计 2019 年航天板块公司的毛利率水平预计平稳，不存在明显改善迹象。

图 28：航天板块历年毛利率及净利率（%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

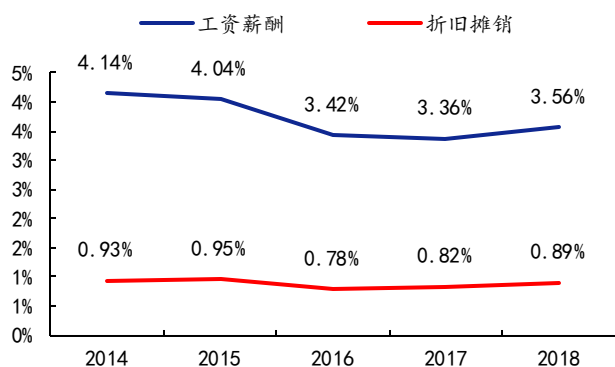
图 29：航天板块历年期间费用率（%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

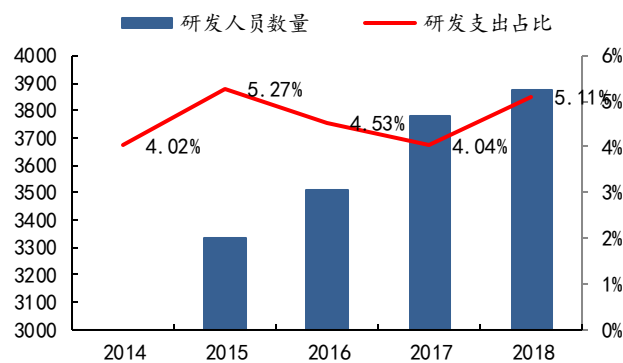
航天板块净利率较去年同期提高了 0.14 个百分点，净利率提高略小于毛利率，但仍有改善。其中，板块期间费用率 12.70%，较去年略有上升 0.6 个百分点，其中一方面管理费用中的工资薪酬占比提高了 0.2 个百分点；另一方面，公司均不同程度加大了研发费用，研发人员数量同比增加 2.43%、研发支出占比上升 1.07 个百分点，比如中国卫星研发支出增长明显，2018 年研发费用 1.08 亿元，同比增长 81.21%，主要原因是公司拓展卫星应用类业务，加大研发投入，使用自有资金投入的费用化的研发支出增加所致；其他科目销售费用率及财务费用率则保持持平。

图 30：管理费用明细占营收比重 (%)



资料来源：wind，安信证券研究中心

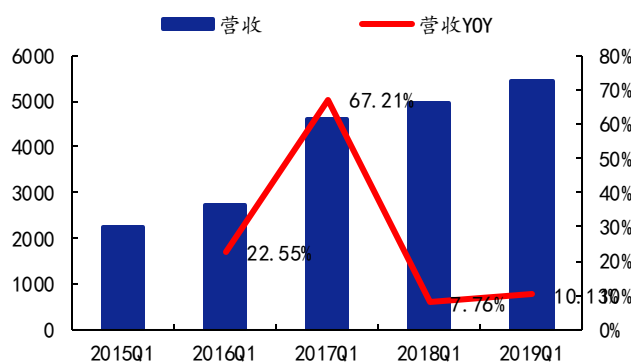
图 31：研发人员数量及研发支出占营收比重 (%)



资料来源：wind，安信证券研究中心

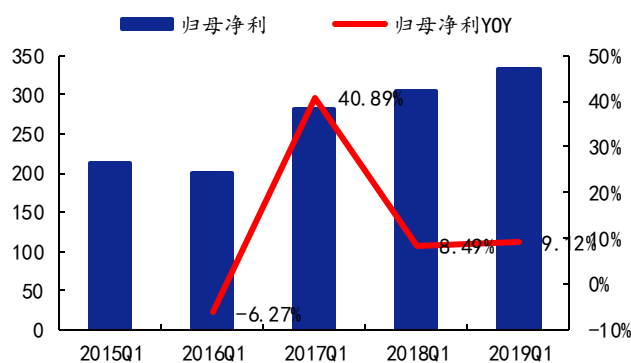
航天板块全口径统计，2019Q1 实现营收 (120.61 亿元，同比减少 4.50%)，实现归母净利润 (4.00 亿，同比增长 61.41%)，主要原因为航天通信 (营收占比 13%) 营收同比减少 43%，但归母净利润 (占比 30%) 大幅扭亏为盈 1.24 亿，去年同期亏损-0.13 亿。选取军品占比高的航天板块内典型标的统计，2019Q1 实现营收 (54.50 亿，同比增长 10.13%)，实现归母净利润 (3.32 亿，同比增长 9.12%)，符合行业整体增速，营收及净利增速均好于去年同期。

图 32：航天板块典型公司 2019Q1 营收增速 10.13%



资料来源：wind，安信证券研究中心

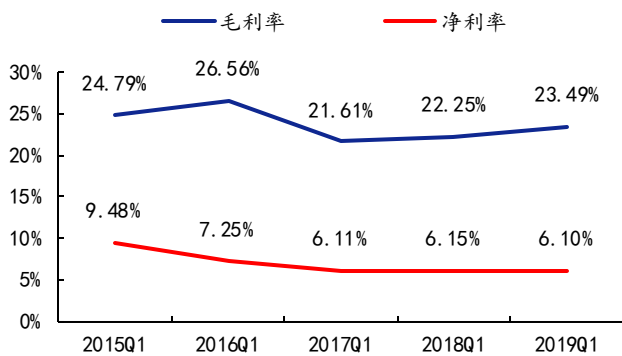
图 33：航天板块典型公司 2019Q1 归母净利润增速 9.12%



资料来源：wind，安信证券研究中心

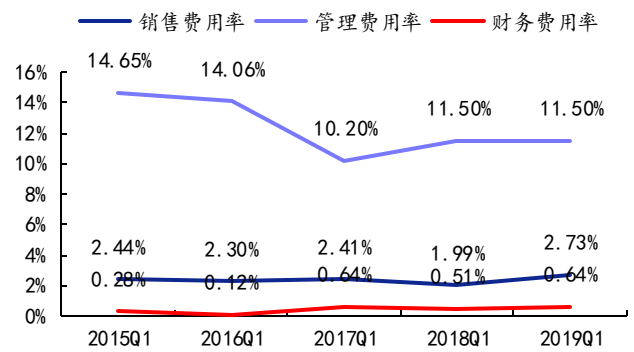
航天板块 2019Q1 毛利率提高 1.24 个百分点，净利率受期间费用率影响同比持平。2019Q1 净利率未同步于毛利率提高的主要原因为归母净利润占比 30% 的航天发展净利率水平由去年的 15.40% 减少了 1.72 个百分点至 13.68%，主要原因是公司毛利率同比下滑了 9.45 个百分点，带动了净利率的下降。其他典型公司的净利率则均是不同程度同比改善。

图 34: 航天板块 2019Q1 毛利率提高, 净利率持平



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 35: 航天板块 2019Q1 期间费用率



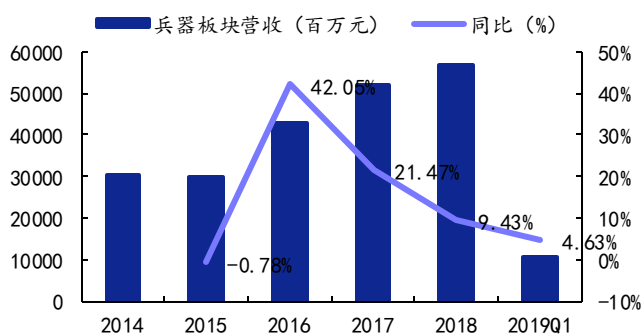
资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.3. 兵器: 稳定发展、长期投入

收入端持续改善, 基本吻合行业增速。2018 年, 兵器板块营收同比增长 9.43%, 2019Q1 同比增长 4.63%, 基本可以体现行业增速。近期兵器子行业营收占军工总体比基本稳定在 10% 附近, 表明我国对陆军的投入具备长期、稳定的特点。2018 年, 兵器板块营收贡献较大的标的有: 内蒙一机 (占 18 家兵器上市公司营收和比为 21.62%), 表明虽然陆军装备平稳发展, 但仍有侧重。习主席在“十九大”报告中提出“确保 2020 年基本实现机械化, 信息化建设取得重大进展”, 这即是对陆军也是对陆军装备生产单位提出的明确的节点性要求。陆军地面装甲龙头内蒙一机营收占比最大; 凌云股份 (占比为 21.59%), 其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。

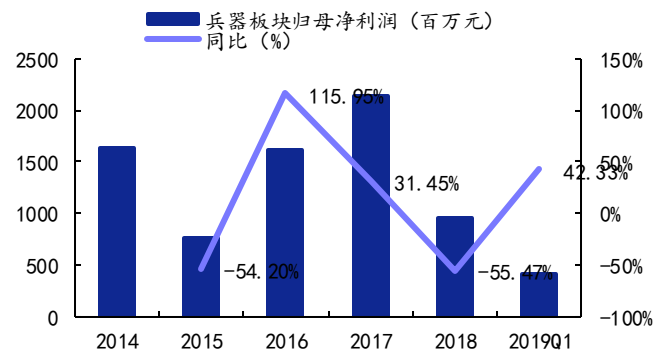
兵器板块总体归母净利润: 2018 年受银河电子大幅亏损影响较大, 同比减少 55.47%; 2019Q1 受内蒙一机净利润大幅增长影响, 同比增长 42.33%。2018 年, 银河电子由于计提资产减值损失, 商誉减值准备、坏账准备、存货跌价准备合计计提 13.19 亿元, 造成归母净利润大幅亏损 11.67 亿元; 而兵器板块利润主要来源内蒙一机 2018 年归母净利润仅增长 1.67%, 因此银河电子大幅亏损致使兵器板块归母净利润 2018 年同比减少 55.47%。2019Q1, 由于内蒙一机利息收入、投资收益同比增长较多; 同时资产减值损失同比减少较多, 其 2019Q1 归母净利润大幅增长 126.96%, 是兵器板块 2019Q1 利润增长的主要来源。

图 36: 兵器板块历年营收情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 37: 兵器板块历年归母净利润情况

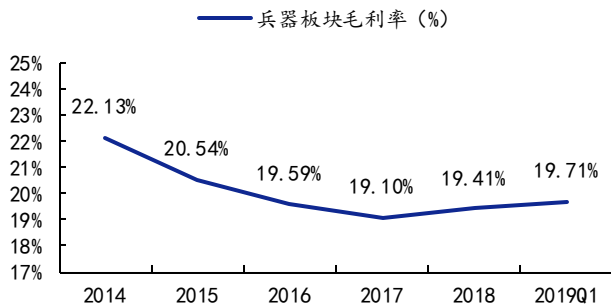


资料来源: wind, 安信证券研究中心

兵器板块毛利率水平与三费率水平平均较为平稳。毛利率角度, 2018 年兵器板块毛利率为 19.41%, 同比增长 0.31 个百分点; 2019Q1 毛利率为 19.71%, 同比增长 0.64 个百分点。近年来毛利率较为平稳的原因是对毛利贡献较大的凌云股份主要生产汽车零部件和市政工

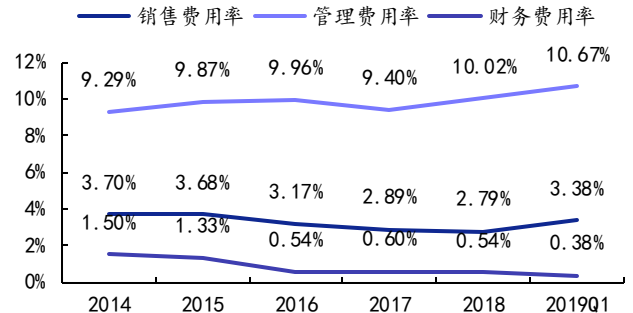
程塑料管道系统，属于充分竞争性领域，毛利率水平较为平稳。三费率角度，2018年，兵器板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.79%、10.02%、0.54%，分别同比减少0.10个百分点、增加0.62个百分点、减少0.06个百分点，历年来均较为平稳。

图 38：兵器板块历年毛利率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 39：兵器板块历年三费率率情况



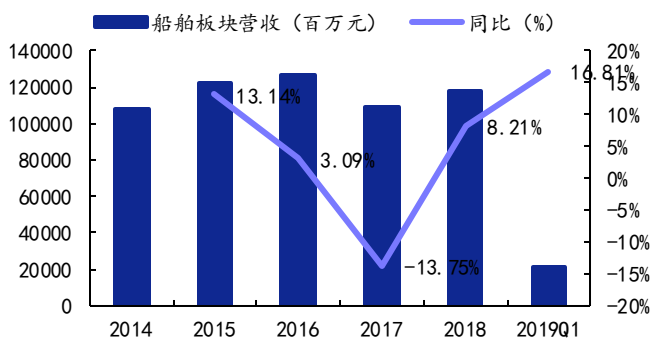
资料来源：wind，安信证券研究中心

1.4. 船舶：军船仍受军改调整影响，民船仍处长周期底部盈利尚未改善

2018 年年报：船舶板块营收同比增长 8.21%，归母净利润同比增长 223.98%。船舶板块营收增长主要由中国重工贡献，2018 年，中国重工营收占 10 家船舶公司之和的 37.6%，其 2018 年营收同比增长 14.72%，贡献了主要的收入增长。中国重工 2018 年营收增长的原因是：海洋石油钻井平台建造合同终止致使冲减 2017 年海工营收 88.31 亿元。船舶板块归母净利润大幅增长源自于中国船舶扭亏为盈，中国船舶 2018 年归母净利润为 4.89 亿元，同比增长 27.89 亿元。中国船舶 2018 年扭亏为盈的原因是：美元对人民币汇率上升贡献汇兑收益 0.74 亿元，上年同期汇兑损失 5.56 亿元；市场化债转股贡献利息收入 2.91 亿元；剥离江南长兴重工等形成非经常性损益 8.34 亿元。

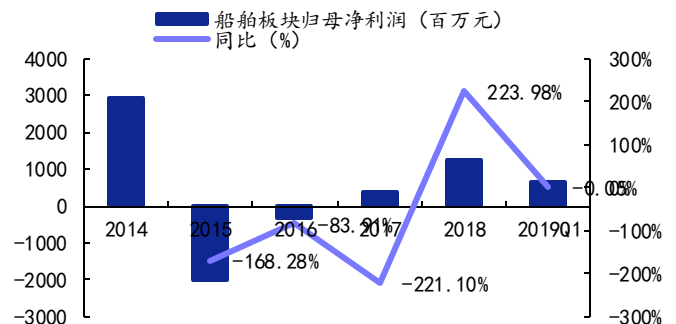
2019 年一季报：船舶板块营收同比增长 16.81%，归母净利润同比减少 0.05%。2019Q1 营收增长主要由中国船舶贡献，由于造船物量同比大幅增加，中国船舶 2019Q1 营收同比大幅增长 55.45%。

图 40：船舶板块历年营收情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 41：船舶板块历年归母净利润情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

我们分别对军船、民船细分板块进行分析：

军船：2018 年海军仍处军改调整，随着 19 年初海军调整接近尾声，海军装备订单有望于 19 年迎来补偿性增长。由于总装厂军民船产品混在一起，较难拆分，因此我们选取军品占比高的配套厂商进行分析。从收入端，选取中国动力子公司广瀚动力、上海推进，中国海防子公司长城电子，瑞特股份等，2017/2018 年收入增速分别为-22.05%、0.76%，表明过去 2 年海军装备相关企业在军改调整下收入有所下滑。但随着海军军改于 2019 年年初接近尾声，

叠加 2019/2020 年是十三五的后两年，预计海军装备订货将加速。这一点我们也可以从中国海防新注入的海声科技、辽海装备 2 个标的的业绩承诺指标得到验证，两者在 2019/2020 年业绩承诺增速分别为 24.96%、13.04%。因此，我们预计海军装备订单有望于 19 年迎来补偿性增长，军船产业链订单较高增长确定性大。

表 2：海军装备产业链企业财务数据

海军装备产业链企业	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
广瀚动力营收 (百万元)	1,909.37	1,626.17	1700.12	---	---	---
上海推进营收 (百万元)	1,239.75	606.46	467.60	---	---	---
长城电子营收 (百万元)	311.79	336.32	350.57	---	---	---
瑞特股份营收 (百万元)	367.78	415.37	488.81	---	---	---
合计	3,828.69	2,984.32	3,007.10	---	---	---
同比增速 (%)	---	-22.05%	0.76%	---	---	---
辽海装备扣非归母净利润 (百万元)	---	34.83	45.06	56.70	62.49	67.95
海声科技扣非归母净利润 (百万元)	---	161.52	195.29	243.64	277.02	308.65
合计	---	196.36	240.34	300.34	339.51	376.60
同比增速 (%)	---	---	22.40%	24.96%	13.04%	10.92%

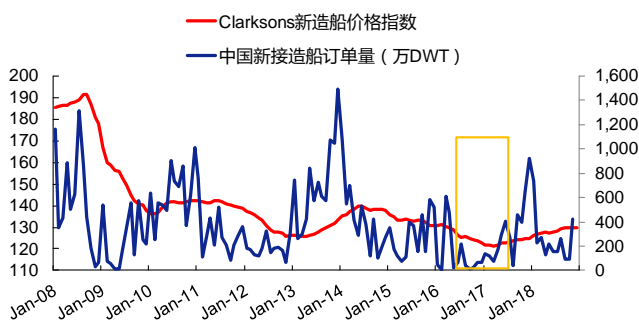
资料来源：Wind，安信证券研究中心

民船：仍处长周期底部。营收端：造船物量逐步提升，自 2019Q1 船企营收有望逐季提升；盈利端：2018 年、2019Q1 钢材成本对盈利空间侵蚀进一步加大，总体毛利率水平有所下降，但随船价提升与船板价高位下跌影响，船舶产品盈利水平有望触底回升。

从营收端，新接造船订单从承接到开工大致需要 1~2 年，船舶企业按照完工百分比方法确认收入，因此 2018 年营收大部分是 2016 年承接订单贡献。而 2016 年是全球造船业订单、船价的低谷，造成 2018 年船企收入未有明显好转。但是，2017 年全球新造船订单同比增长 200% 左右，此部分新订单将逐步在 2019 年确认收入，因此我们判断自 2019Q1 起，船企造船物量提升将带动营收增长。例如，中国船舶由于造船物量同比大幅增加，2019Q1 营收同比大幅增长 55.45%。

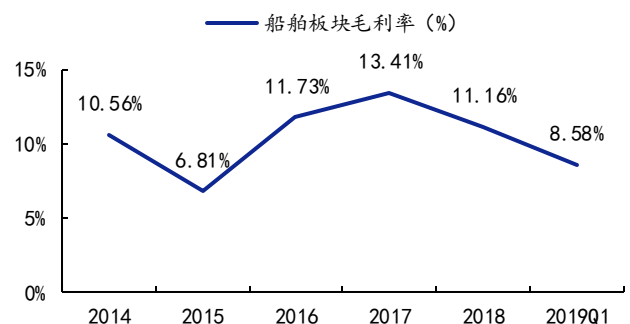
从盈利端，船价和钢材成本是影响船舶产品毛利率的主要因素。以 18 万 DWTCpapsize 为例，其用钢量约为 2.7 万吨，假设全部采用上海地区 20mm 船板，总体用钢成本占全船比达到 32.5%。2018 年全年上海地区 20mm 船板均价为 4666.81 元/吨，同比 2017 年均价增长 16.26%。船板价格上涨，而 2016 年又是新造船价格的底部，直接导致船舶产品毛利率有所下降，2018 年船舶板块毛利率为 11.16%，同比下降 2.25 个百分点；2019Q1，船舶板块毛利率水平为 8.58%，同比下降 1.53 个百分点。但是，随着 2017 年以来新造船价格有所上涨，叠加 2018 年 8 月以来船板价格高位下跌，船舶产品盈利水平有望触底回升。

图 42：我国新造船订单与新造船价格指数



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

图 43：船舶板块历年毛利率情况

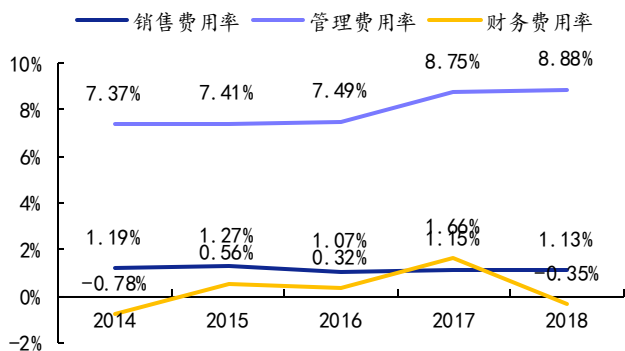


资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

船舶板块三费率中，销售费用与管理费用费率变化不大，市场化债转股实施与汇兑收益大幅减少船企财务费用。历年来船舶板块三费率变化较大的是财务费用，其变化主要来自于

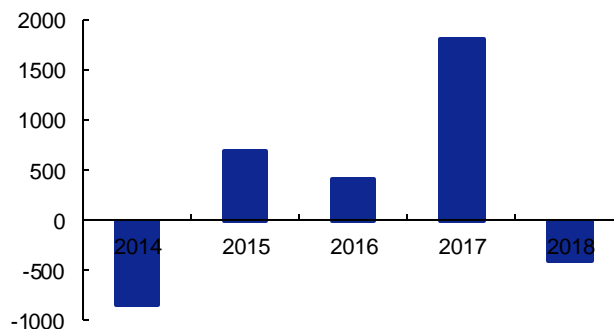
实施市场化债转股获得利息收入以及由于船舶建造合同以美元结算带来的汇兑损益变化。2018年，美元对人民币汇率升值5.04%，致使中国船舶、中船防务分别形成汇兑收益0.74、0.30亿元，分别同比增长6.30、3.30亿元；中国重工因为下属子公司美元贷款折算形成费用化汇兑损失3.66亿元。利息收入方面，2017年以来，中国重工、中国船舶、中船防务先后实施市场化债转股，导致2018年均有大额利息收入贡献。

图 44：船舶板块历年三费率情况 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 45：船舶板块财务费用情况 (百万元)



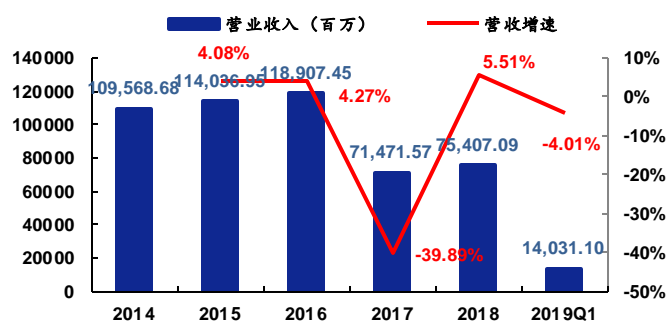
资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.5. 信息化：因军改影响削弱存在较大弹性，毛利率平稳中小幅增长

信息化行业过去两年受军改影响较大，存在一定业绩弹性。信息化行业34家标的18年实现收入增长5.51%，其中振华科技(主动压缩低毛利的手机代工等业务，收入下降26.80亿元)影响较大，若剔除振华科技影响，则信息化板块收入增长10.43%；18年归母净利润-4.88%，主要由于华讯方舟(计提南京华讯、成都国蓉的商誉减值3.21亿元)、旋极信息(分别计提中软金卡、西安西谷商誉减值1.14、2.07亿元)、杰赛科技(计提应收款项减值准备同比增加181.16%)、国睿科技、合众思壮(研发费用、财务费用的增长及自组网订单的延期交付)等影响。

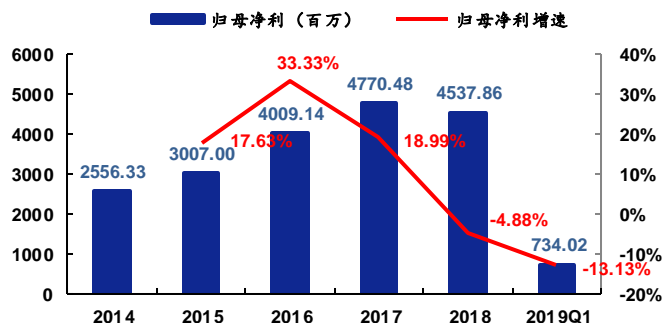
19Q1净利润占全年比重较小，且分化较大。19Q1收入下降4.01%，主要由于合众思壮、振华科技收入分别下滑5.82、3.21亿元，若剔除其影响则增长2.59%，此外四川九洲、金信诺、旋极信息等民品业务下滑也构成一定拖累。19Q1归母净下滑13.13%，主要因中国长城、合众思壮、旋极信息、金信诺、振芯科技等拖累。由于一季度净利润占全年比重较小，且分化较大，预计随着军改负面影响削弱，后续信息化行业的增速将逐步体现出来。

图 46：信息化板块历年营收情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心(中国长城17年资产重组前后数据差异大，17年、18年、19Q1数据正常)

图 47：信息化板块历年归母净利润情况



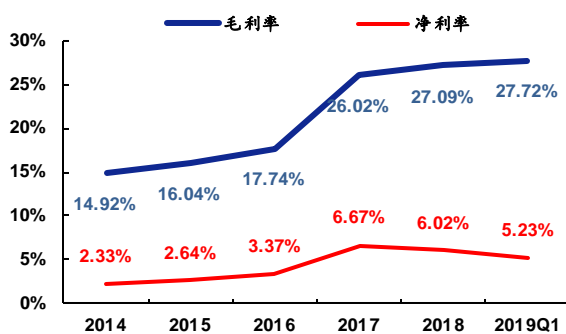
资料来源：Wind，安信证券研究中心(中国长城17年资产重组前后数据差异大，17年、18年、19Q1数据正常)

信息化板块18年毛利率提升1.07pct。18年信息化板块毛利率为27.09%(+1.07pct)，主要由于振华科技等公司主动压缩低毛利的手机代工等业务导致；19Q1毛利率为

27.72%(+0.18pct)。信息化板块整体毛利率较高，部分企业毛利率甚至能达到 70%，主要由于信息化方向较为分散，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。

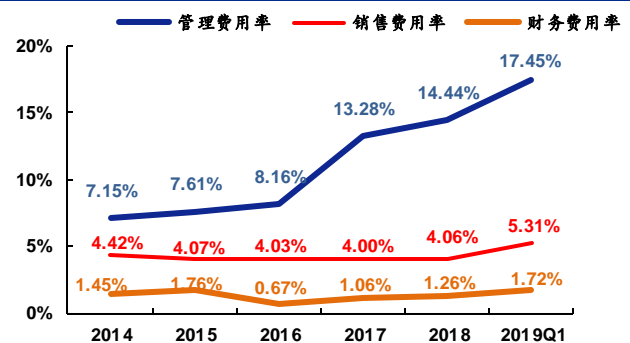
信息化板块管理费用(含研发费用)率有所上升。信息化企业往往轻资产、技术迭代更新快，研发投入是重中之重，为确保其技术优势，管理费用率高于其他子行业，主要受研发费用、职工薪酬等的影响。18 年信息化板块销售费用率、财务费用率分别为 4.06% (+0.06pct)、1.26% (0.2pct)，较为平稳，管理费用率 18 年为 14.44% (+1.16pct)，主要是北斗星通(全年并表 in-tech 以及无形资产摊销增加、加大智能网联和芯片等基础产品的研发投入)、中国长城、合众思壮(员工股权激励费用摊销和管理人员薪酬增加、研发投入加大)、雷科防务(限制性股票股权激励、研发费用投入加大)、振华科技(职工薪酬增加、研发投入加大)等管理费用加大所致。

图 48：信息化板块历年毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心（中国长城 17 年资产重组前后数据差异大，17 年、18 年、19Q1 数据正常）

图 49：信息化板块历年期间费用率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心（中国长城 17 年资产重组前后数据差异大，17 年、18 年、19Q1 数据正常）

二、资产负债表：基本面持续向好

资产负债表重点关注预收账款（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。从 18 年年报数据可看出：

①预收账款同比增加 19.41%，其中兵器、信息化分别增长 65.87%、50.81%；航空（中航沈飞前期预收账款随产品交付在当期确认收入）、航天（中国卫星变更预收账款方式）虽有所下滑，但典型军工零部件公司预收账款普遍增长较快，能够明显反映出订单的逐渐好转；②存货中原材料增速 15.5%高于存货整体增速 1.57%，占比提升 1.61 个百分点，其中航空、兵器、信息化增长较快，且民企增长显著高于国企；③应付账款同比增长 10.20%，其中航空与信息化的增长分别为 13.05%、8.59%。19 一季报基本延续年报态势。其中①预收账款同比增加 4.53%，兵器、信息化分别增长 28.17%、36.43%，航空下降 8.14%则主要由于中航沈飞等均均衡生产一季度结算导致；②19Q1 存货同比减少 6.28%，主要船舶影响较大，其中兵器、信息化增长较快。年报及一季报资产负债表的变化显示行业基本面持续向好，我们预计 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。

2.1 预收账款：信息化、兵器增长较快，反映订单好转

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，预收账款能够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。军工板块 18 年末及 19 年一季度末的预收账款分别较去年同期增长 19.41%、4.53%，表明了订单的好转，其中兵器、信息化增长较快，而航空下滑主要因为中航沈飞等主机厂由于均衡生产结算导致，航天则主要由于中国卫星变更预收账款方式等，但从分版块内典型军工公司零部件的预收账款情况看，能够明显反映出订单的逐渐好转。

表 3：18 年年报及 19 年一季报预收账款（含合同负债）情况（单位：百万元）

	2017	2018	年报同比	2018Q1	2019Q1	一季报同比
军工	50,256.08	60,008.99	19.41%	56,779.63	59,349.73	4.53%
航空	21,422.87	20,522.29	-4.20%	20,333.82	18,679.42	-8.14%
船舶	16,657.30	23,261.40	39.65%	21,417.49	22,907.79	6.96%
兵器	4,272.32	7,086.35	65.87%	6,338.47	8,123.75	28.17%
航天	4,023.22	3,389.01	-15.76%	4,408.32	3,905.21	-11.41%
信息化	3,394.50	5,119.33	50.81%	3,689.56	5,033.84	36.43%
其他	485.87	630.61	29.79%	591.97	699.71	18.20%
国企	47,066.53	55,782.84	18.52%	53,454.83	55,368.69	3.58%
民企	3,189.55	4,226.15	32.50%	3,324.80	3,981.03	19.74%

资料来源：Wind，安信证券研究中心。

- 1) 航空板块 18 年预收账款同比减少 4.20%，零部件类公司增长较快。其中，中航光电预收款项/合同负债同比大幅增长 92.34%，中航电子预收账款同比增长 59.83%，反映了零部件公司来自主机厂订单增速的乐观预期。
航空板块 2019Q1 预收账款同比减少 16.90%，主要因为中航沈飞预收账款减少 20.00% 所致。中航沈飞一季度营收大增 191.27%，预收账款随产品交付在当期确认收入而缩减。
- 2) 航天板块 18 年末预收账款较期初同比增加 1.07%，较为平稳。其中，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 35.79%。航天板块内零部件航天电器、航天电子预收账款分部同比增加 48.17%、26.82%，反映出航天板块订单同比改善或项目招投标等推进顺利。

航天板块 2019 年一季度预收账款较期初减少 3.66%，主要是因为占比 74%、19% 的航天电子、中国卫星预收账款分别较期初减少 6.13%、6.09%，两家公司产品均属于宇航产业链，或跟宇航产业的合同执行季节性进度有一定关系。整年看，宇航发射次数预计 30 次以上，仍将保持高强度发射，宇航产业仍将保持较好景气度。

表 4：航天板块典型公司历年及 19Q1 预收账款（百万元，%）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
航天发展	22.01	90.42	166.13	151.12	65.93	100.97
航天电器	16.72	23.32	15.70	12.28	18.20	22.18
中国卫星	640.87	590.68	563.82	533.37	342.49	321.64
航天电子	680.65	543.49	926.15	1,076.11	1,364.67	1,280.97
合计	1,360.24	1,247.91	1,671.80	1,772.88	1,791.29	1,725.76
同比		-8.26%	33.97%	6.05%	1.04%	-3.66%

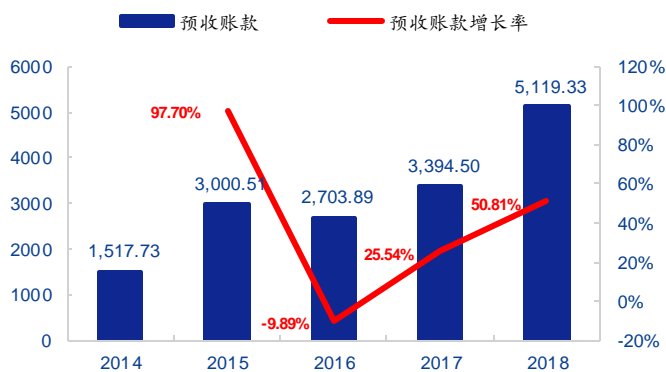
资料来源：wind，安信证券研究中心

- 3) 信息化板块预收账款稳定增长，其中通信类和元器件类公司增长较高。2018 年度预收账款增加 17.25 亿，同比增长 50.81%，其中合众思壮 2018 年预收账款增长 8.16 亿元，同比增长 2790.11%，主要因为公司通导一体化业务合同预收款增加；七一二预收账款增加 2.64 亿元，同比增长 70.11%，主要原因系专用市场客户预付款项增加；杰赛科技 2018 年预收账款增加 1.57 亿元，同比增长 97.54%，增长部分来自于中国电科下属单位以及受同一控股股东及最终控制方控制的其他企业；振华科技预收账款增加 1.41 亿元，同比增长 278.75%，主要是由于企业收到的贷款保证金较上年末增加；中国长城预收账款减少 2.06 亿元，同比减少 58.50%，但主要是由于下属子公司预收款项已实际结算所致。

19 年 Q1 末信息化板块预收账款增加 13.44 亿，同比增长 36.43%。其中，七一二增加 2.48 亿，同比增长 50%；合众思壮预收账款增加 4.88 亿，同比增长 759%，也是由于 18 年公司通导一体化业务合同预收款增加。

信息化企业受益于武器装备更新换代以及国产化进程，随着国防信息化建设进一步深化，预计信息化相关标的订单需求或将进一步提升，并带动资产负债表相关科目表现逐步转好。但信息化涵盖了雷达、通信、电子、导航等领域，因产品和下游客户的不同，导致相关公司存在明显的差异化。

图 50：信息化板块历年预收账款情况（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 51：2019 年一季度信息化板块预收账款情况（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

4) 船舶板块预收账款 2018 年、2019Q1 分别同比下滑 2.60%、21.85%，我们认为预收款未有明显好转的主要原因是军船订单仍受军改负面影响，民船处在长周期底部致使船舶产品预付款情况未有好转。中国重工 2018 年、2019Q1 预收款分别占据板块的 71.97%、72.28%，分别同比下滑 1.61%、26.16%，对板块影响显著。我们可以结合军民船情况进行分析，对于军船，2018 年中国重工海洋防务与海洋开发装备新增订单（107.34 亿元，-46.71%）、舰船配套及机电装备新增订单（122.40 亿元，-40.77%），我们认为中国重工预收款未有明显好转的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。对于民船，2018 年中国重工海洋运输装备新增订单（118.16 亿元，+15.50%），新增订单较好却未明显改善预收款的原因是民船仍处长周期底部，船舶产品预付款比例仍未得到较大提升。我们认为，随着海军军改调整于 2019 年年初逐步落地，军船订单有望于年中逐步释放，届时将有效提高军船产业链企业的预收款情况。

5) 兵器板块预收账款 2018 年同比增长 28.14 亿，增幅 65.87%，其中内蒙一机预收账款同比增长 26.34 亿元，占兵器行业增长额的 93.6%。预收款项主要源于军方发布订单，军方一般会提前支付预付款，预收款项体现在手订单情况。截止 2018 年底，内蒙一机合并口径预收款项（59.44 亿元，+79.58%），母公司口径预收款项（59.44 亿元，+79.79%），表明预收款主要来自于军品业务。待公司确认收入时，预收账款转销至主营业务收入，表明兵器行业在手订单充足，为未来业绩增长奠定了基础。我们认为，兵器行业过去 2016~2017 年受军改影响较大，十九大报告明确提出 2020 年基本实现军队机械化，意味着兵器板块将迎来十三五后两年的高景气周期。

2.2 存货：原材料增速较快、占比提升，反映中长期增长更为乐观

原材料增速高于存货增速，且原材料的占比有所提升，反映未来收入有增长预期。存货构成主要包括原材料、在产品、产成品等，反映了企业对已有或意向订单所做的投产情况，其中

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。我们可看出：

18 年末存货同比增长 1.57%，主要受到船舶领域影响，若不考虑船舶则存货增长 10.70%。其中原材料同比增长 8.75%，其中船舶、信息化的原材料增长较快，分别增长 22.90%、21.94%，反映出船舶板块有回暖态势，信息化企业订单好转，在对已有或意向订单做积极投产。民企的原材料、在产品分别增长 17.85%、18.63%，均高于国企，主要和过去两年民参军公司受军改影响较大有关，因此随着订单招投标重启，民参军公司或存在较大的业绩弹性。

19Q1 末存货同比减少 6.28%，主要受船舶板块影响，若不考虑船舶则一季度存货增长 7.15%。与 18 年末相比，一季度存货下降 6.28%，其中依然是船舶板块下降较多，而兵器、航空、信息化分别增长 11.33%、10.41%、7.49%。

表 5：18 年年报存货情况（百万元）

分类	存货			原材料			在产品		
	2017	2018	同比	2017	2018	同比	2017	2018	同比
军工	197,840.91	200,946.44	1.57%	45,120.23	49,067.11	8.75%	87,886.96	92,143.83	4.84%
航空	73,448.53	81,499.75	10.96%	21,763.25	21,550.58	-0.98%	40,369.97	47,864.74	18.57%
船舶	72,575.61	62,276.82	-14.19%	9,809.08	12,055.63	22.90%	27,598.55	21,629.82	-21.63%
兵器	10,096.80	11,476.75	13.67%	2,485.40	2,744.18	10.41%	3,105.16	4,237.28	36.46%
航天	15,452.91	16,624.46	7.58%	4,619.51	5,055.96	9.45%	7,925.28	8,599.84	8.51%
信息化	19,283.95	21,798.51	13.04%	4,520.61	5,512.34	21.94%	5,607.52	5,957.88	6.25%
其他	6,983.11	7,270.15	4.11%	1,922.38	2,148.42	11.76%	3,280.47	3,854.28	17.49%
国企	175,955.87	177,407.44	0.82%	39,276.91	42,180.91	7.39%	81,832.73	84,961.64	3.82%
民企	21,885.04	23,539.01	7.56%	5,843.32	6,886.20	17.85%	6,054.23	7,182.19	18.63%

资料来源：WIND，安信证券研究中心。

表 6：18 年年报原材料、在产品 and 产成品占比情况

	原材料占存货比重		在产品占存货比重		产成品占存货比重	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
军工	22.81%	24.42%	44.42%	45.85%	16.27%	17.31%
航空	29.63%	26.44%	54.96%	58.73%	17.05%	16.37%
船舶	13.52%	19.36%	38.03%	34.73%	5.54%	6.86%
兵器	24.62%	23.91%	30.75%	36.92%	44.19%	38.21%
航天	29.89%	30.41%	51.29%	51.73%	20.07%	19.60%
信息化	23.44%	25.29%	29.08%	27.33%	33.22%	34.28%
其他	27.53%	29.55%	46.98%	53.02%	23.95%	28.30%
国企	22.32%	23.78%	46.51%	47.89%	14.24%	15.15%
民企	26.70%	29.25%	27.66%	30.51%	32.54%	33.62%

资料来源：Wind，安信证券研究中心。

表 7：19 年一季报存货情况（百万元）

	存货			
	2018Q1	2018	2019Q1	同比
军工	212,520.28	200,946.44	199,181.29	-6.28%
航空	80,283.35	81,499.75	86,295.09	7.49%
船舶	74,748.61	62,276.82	51,556.01	-31.03%
兵器	11,183.52	11,476.75	12,451.07	11.33%
航天	18,018.89	16,624.46	18,164.29	0.81%
信息化	21,102.45	21,798.51	23,299.46	10.41%
其他	7,183.47	7,270.15	7,415.38	3.23%
国企	189,264.76	177,407.44	175,202.01	-7.43%
民企	23,255.52	23,539.01	23,979.28	3.11%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心。

- 1) 航空板块 2018 年存货同比增加 10.96%, 主要来自于在产品, 在产品同比增长 17.63%。中直股份存货 (133.62 亿, +4.08%), 为历史最高值, 我们认为, 随着新型 10 吨级型号加速交付, 存货将转化为营收; 中航光电存货 (19.65 亿, +46.89%), 反映了公司订单充足, 为 2019 年积极备货。
航空板块 2019Q1 存货同比增加 8.13%, 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。
- 2) 航天板块存货同比增加 16.29%, 其中原材料科目同比增加 20.95%、在产品科目同比增加 17.91%, 增长幅度均高于整体存货, 预示订单饱满及备产充分。航天板块内公司多为航天领域零部件公司或因订单充足, 为保证产品订单顺利交付, 相应大幅提高了原材料等备货。其中, 零部件公司航天发展、航天电器、航天电子存货原材料科目较去年同期均较大幅度增加, 分别增加 49.22%、26.05%、20.38%, 主要原因即是零部件公司为保障产品订单及时交付总体增加了原材料等储备, 反映出今年航天板块的景气度较好。

表 8: 航天板块历年存货增速

	2,015	2,016	2,017	2,018
存货	-1.20%	41.85%	15.48%	16.29%
存货-原材料	-2.78%	27.76%	28.30%	20.95%
存货-在产品	-1.34%	30.69%	19.43%	17.91%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

航天板块 2019Q1 存货较期初增加 6.36%, 同比增加 16.05%, 同样预示板块内公司后续订单饱满, 相应增加了存货中原材料等的采购。比如航天电器、航天发展 2019Q1 存货同比增加较多, 原因主要是订单增长、备产增加。

- 3) 信息化板块 18 年末存货同比增长 13.04%, 其中原材料增加 21.94%, 原材料增长速度快于存货的增长速度, 反映订单增长的预期, 其中以中国长城、七一二等通信类企业贡献较大, 存货分别增长 21.74%、36.33%; 景嘉微、耐威科技、宏达电子、红相股份等民参军企业增长较快, 存货分别增长 50.02%、49.75%、46.83%、41.98%。过去两年信息化标的受军改影响较大, 随着军改影响逐步削弱, 信息化相关标的订单增长较快, 因此由订单好转带动原材料的增长有所加快。19 年 Q1 末信息化存货同比增长 10.41%, 其中, 中国长城、七一二分别同比增长 26.6%、52.24%。
- 4) 兵器板块 2018 年存货较上年同期增长 13.80 亿元, 幅度为 13.67%; 其中内蒙一机存货同比增长 4.42 亿元。截止 2018 年底, 内蒙一机合并口径存货 (20.87 亿元, +26.86%), 母公司口径存货 (18.86 亿元, +37.20%), 表明存货主要来自于军品。考虑到坦克装甲车辆换装平稳, 而 8×8 装甲车辆存在结构性缺口, 我们认为增加的存货主要为 8×8 轮式装甲车辆。存货明细: 存货-在产品 (15.47 亿元, 占总体 74.11%), 存货较为饱满为中期交付奠定基础。总体上, 随着十三五后期部队换装加速, 陆军迎来换装高峰, 部队需求较为旺盛, 行业整体业绩释放确定性较高。
- 5) 船舶板块 2018 年存货较上年同期下降 13.43%, 存货下降主要源自于: 中船防务 (-53.84 亿元)、中国重工 (-35.07 亿元)、中国船舶 (-22.84 亿元), 存货周转率分别有所提升: 中船防务 (+0.67)、中国重工 (+0.16)、中国船舶 (+0.75)。我们认为主要原因是船舶产品自 2016 年底以来进入逐步回暖期 (这一点在 2017~2018 年全球新造船订单相比 2016 年有所大幅增长已有体现), 船东接船意愿更强, 交付情况有所好转。而且, 我们

认为这一趋势将得到延续。

2.3 应付账款：反映为满足客户订单的采购情况，信息化与兵器增长较快

应付账款主要包括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。18 年应付账款及应付票据同比增长 14.27%，其中应付账款同比增长 10.2%，应付票据同比增长 17.05%。从 18 年数据中可看出军工企业订单状况较好，为满足订单而进行的采购有所增长。

表 9：18 年年报应付账款及应付票据情况（百万元）

	2017	2018	年报同比
军工	173,323.33	198,065.08	14.27%
航空	74,476.62	85,649.12	15.00%
兵器	19,812.39	21,244.28	7.23%
航天	22,511.66	24,005.65	6.64%
信息化	25,084.33	28,381.48	13.14%
其他	3,637.19	4,317.05	18.69%
国企	188,667.87	205,058.86	8.69%
民企	21,448.27	24,858.98	15.90%

资料来源：Wind，安信证券研究中心。

- 1) 航空板块 18 年应付票据及应付账款同比增加 15.00%，其中应付票据同比增加 15.59%，应付账款同比增加 14.69%。增速较快的有中航沈飞(+46.60%)、中航光电(+33.93%)、中航飞机(+23.55%)、航发动力(+23.45%)。
航空板块 2019Q1 应付票据及账款同比增加 11.88%，主要来自于主机厂：航发动力(+25.63%)、中航沈飞(+11.53%)、中航飞机(+10.47%)。
- 2) 航天板块 18 年应付票据及应付账款同比增加 23.02%，其中应付票据同比增加 55%，应付账款同比增加 13.45%；其中，2018 年增长主要源于占比较高的中国卫星为提高整体资金利用效率，降低资金成本，开具的承兑汇票增加，以及子公司拨付外协单位的研制经费低于上年同期，应付账款增加以及航天电子向上游承兑汇票及应付账款增加。或跟国企三去一降影响，国企对上游占款增加。
航天板块 2019Q1 应付票据及应付账款则较期初增加 9.47%，主要是营收订单增加，相应增加了备货采购等。
- 3) 18 年信息化板块应付账款及应付票据增长 32.97 亿元，同比增长 13.14%，其中应付账款同比增长 13.03%，应付票据同比增长 13.43%。其中杰赛科技、中国长城贡献较大。杰赛科技应付账款及应付票据增加 4.21 亿，同比增长 17.2%，中国长城增加 5.49 亿，同比增长 25.38%。民参军企业增长较快，耐威科技、华力创通、雷科防务分别增长 228.04%、66.28%、61.24%。
- 4) 兵器板块：2018 年应付账款（212.44 亿元，+7.23%），应付账款增量主要来自于泰豪科技，其增长（15.42 亿元，+52.34%），其应付账款和应付票据分别增加 4.91、10.51 亿元，应付票据增长幅度较大是因为票据结算增加；另一方面也反应出订单增加带来的提前备货。
- 5) 船舶板块：2018 年应付款项同比增长 2.50%，变化不大。其原因一方面可以从我国船舶企业总体情况来看：民船方面，根据中国船舶工业协会数据，截止 2018 年 12 月底，我国造船企业手持订单量 8931 万 DWT，同比增长 2.4%，整体小幅增长，因此民船备产情况变化不大；军船方面，海军军改调整在 2019 年初到位，军船订单释放预计要到

19 年中期，所以 2018 年军船备产情况变化不大。

产业链上下游的公司资产负债表科目表现有所不同。对于内蒙一机等主机厂而言，资产负债表首先体现在预收账款。主机厂的下游客户为军方，部队通常先向主机厂支付预付款；而对中航光电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下游订单的备产情况。此外，军工集团愈加强调控制两金（应收账款和存货），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。

表 10：18 年年报典型公司资产负债表重点科目概览（百万元）

	预收账款				应付账款				存货			
	2017	2018Q1	2018	2019Q1	2017	2018Q1	2018	2017	2018Q1	2018	2019Q1	
中直股份	4,729.63	3,774.99	5,800.06	5,446.60	4,953.26	5,579.42	4,552.64	12,838.33	12,787.41	13,362.33	13,792.11	
中航沈飞	11,069.30	10,777.02	9,491.61	7,593.28	5,604.42	6,207.83	8,234.41	7,919.60	8,277.10	9,770.73	8,539.95	
中航飞机	727.53	663.58	864.40	1,042.48	11,614.15	14,753.24	13,976.37	13,134.97	16,074.36	13,605.29	14,704.01	
内蒙一机	3,310.21	5,242.99	5,944.34	7,022.28	2,101.66	2,187.41	1,594.92	1,645.16	1,949.17	2,087.05	2,209.73	
航发动力	1,597.61	1,616.63	1,572.37	1,888.72	5,794.67	6,470.84	6,062.04	13,064.01	14,729.21	14,242.45	17,014.66	
中航光电	65.36	84.61	125.71	80.90	1,611.13	1,847.44	2,527.76	1,337.64	1,656.88	1,964.83	1,974.12	
中航机电	170.61	158.87	188.92	215.58	4,265.64	4,543.86	5,218.93	3,750.43	3,983.29	4,147.73	4,324.20	
中航电子	57.46	97.28	91.84	85.34	3,638.56	3,794.69	4,135.91	3,263.80	3,806.84	3,724.50	4,096.21	
航天电器	12.28	12.27	18.20	22.18	814.70	820.84	807.01	328.12	398.60	369.65	499.49	
航天电子	1,076.11	909.89	1,364.67	1,280.97	3,653.10	3,836.87	3,980.23	7,007.25	7,093.26	8,070.15	8,376.53	
航天发展	151.12	49.65	65.93	100.97	737.94	667.44	1,000.71	524.89	569.14	687.97	780.63	
北方导航	21.14	25.97	155.48	167.18	1,149.50	1,068.71	908.00	570.54	640.72	619.76	703.36	
新研股份	87.91	106.39	15.54	40.87	255.31	156.34	307.36	491.92	566.82	539.10	667.90	
亚光科技	56.18	90.59	73.22	165.93	314.78	321.78	284.15	591.14	672.71	693.26	770.65	
海格通信	434.24	449.82	465.54	486.82	1,013.36	984.52	876.74	1,850.50	1,987.61	1,593.89	1,765.61	

资料来源：Wind，安信证券研究中心。

三、现金流量表：随着军改推进整体向好，船舶和航空板块较差

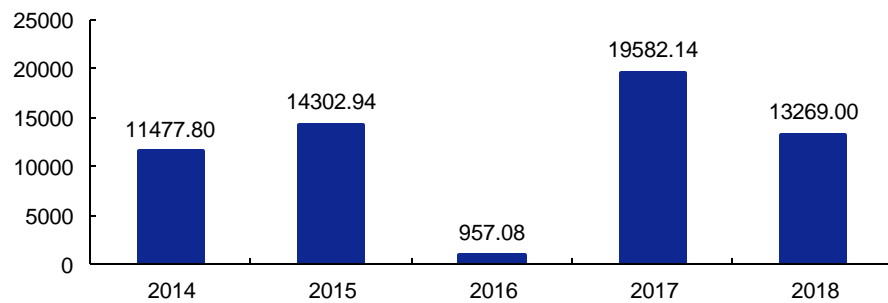
军改影响逐步消除，行业现金流改善。2018 年军工行业经营性现金流同比变差，主要受航空板块和船舶板块影响。总体来说，受军改影响，2016 年军工行业现金流情况经历了最低谷，当年全行业经营性现金流仅 9.57 亿元。随着军改继续深化和落地，预计行业现金流情况将继续改善。

表 11：军工行业经营性现金流（百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
合计	11477.80	14302.94	957.08	19582.14	13269.00
国企	8196.97	10806.59	-3071.60	17447.12	9346.82
民参军	3280.83	3496.35	4028.68	2135.02	3922.18
航空	265.37	10730.29	4360.23	9795.09	3000.18
航天	1753.12	1084.70	698.60	288.58	1660.16
兵器	1872.06	1260.11	1603.28	4052.55	5473.89
船舶	2559.34	-3973.55	-10220.36	4352.22	-595.05
信息化	3844.28	4376.29	3415.23	-30.91	2121.05

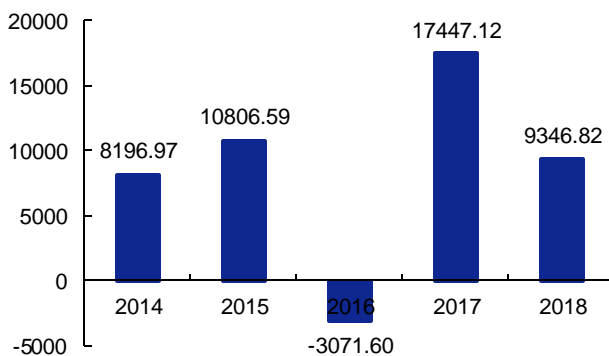
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 52：军工行业经营性现金流（百万元）



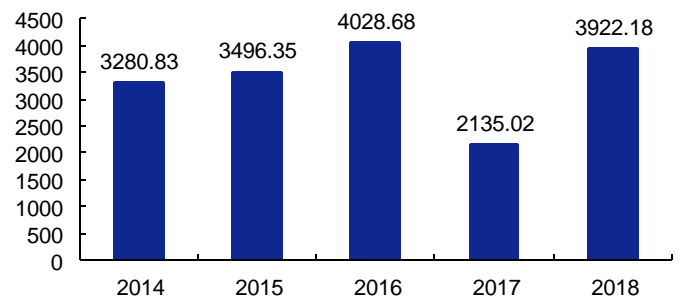
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 53：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

图 54：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

兵器板块 2018 年整体经营性现金流同比增长 35.07%，主要由中兵红箭、北方导航拉动。2018 年，兵器板块经营性现金流为 54.74 亿元，较去年同期增加 14.21 亿元。其中主要贡献来自中兵红箭（+9.62 亿元）、北方导航（+7.84 亿元），中兵红箭因民品收入、利润、全员劳动生产率均大幅提升，经营活动现金流大幅改善；北方导航则是因为母公司现金回款比例增加。

船舶板块 2018 年整体经营性现金流同比大幅下降。2018 年，10 家船舶企业经营性现金流为-5.95 亿元，同比减少 49.47 亿元。主要原因是销售商品、提供劳务收到的现金同比增加额大幅小于购买商品、接受劳务支付的现金同比增加额，前者 2018 年增加额为 8.44 亿元，后者增加额为 112.92 亿元，我们认为主要是船企在 2018 年受到因钢材价格上涨的影响，营业成本大幅增加所致。

航天板块 2018 年实现经营性现金流 16.60 亿，相比去年 2.88 亿大幅改善，板块内典型公司经营性现金流均有不错改善，其中中国卫星 2018 年实现经营活动产生的现金流量净额 8.67 亿，去年同期-3.71 亿元，主要原因是公司拨付外协单位和供应商的货款低于上年同期。我们认为，军改后军方付款变好，公司订单合同执行顺利，相应现金流得到改善。

航空板块 2018 年实现经营性现金流 30.00 亿，相比 2017 年 97.95 亿大幅降低。主要受中航沈飞、中航机电、航发控制影响。我们认为，军改对航空板块回款进度的影响是主要原因。

信息化板块现金流较去年同期好转，实现扭负为正。18 年销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 13.44%，增长主要来自合众思壮、亚光科技、北斗星通、华讯方舟、高德红外、雷科防务等，与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。

军工行业订单交付及回款集中于后半年，因此一季度军工企业经营性现金流多为净流出。同 2018Q1 相比，船舶板块现金流情况变差，也导致国企板块现金流情况恶化；民参军现金流情况明显好转，由-35.47 亿增长至-4.87 亿，说明民营企业回款情况改善。

表 12: Q1 军工行业经营性现金流 (百万元)

	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1
合计	-19268.23	-17848.30	-15735.44	-15891.41	-16346.54
国企	-17851.55	-15995.80	-12990.47	-12344.13	-15859.43
民参军	-1416.68	-1852.50	-2744.98	-3547.28	-487.12
航空	-8139.70	-4942.45	-3296.74	-5554.99	-3513.87
航天	-2367.98	-2402.07	-2623.43	-3099.90	-2544.30
兵器	-1727.21	-1477.65	-592.99	292.13	751.10
船舶	-2565.49	-7716.72	-5303.57	-2635.76	-7272.71
信息化	-4101.60	-1046.87	-3572.83	-4194.07	-3465.07

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

航空板块 2019Q1 经营性现金流-35.14 亿，去年同期-55.55 亿，同比改善幅度较大。一方面实行均衡生产的同时，均衡交付使得一季度回款增加；另一方面军改对航空板块回款的负面影响也在削弱。

航天板块 2019Q1 实现经营性现金流-25.44 亿，去年同期-30.99 亿，一方面，营收增长带来经营性现金流比去年一季度有所改善；另外，一季度现金流往往为负，符合军工行业付款节奏，回款一般集中在四季度。

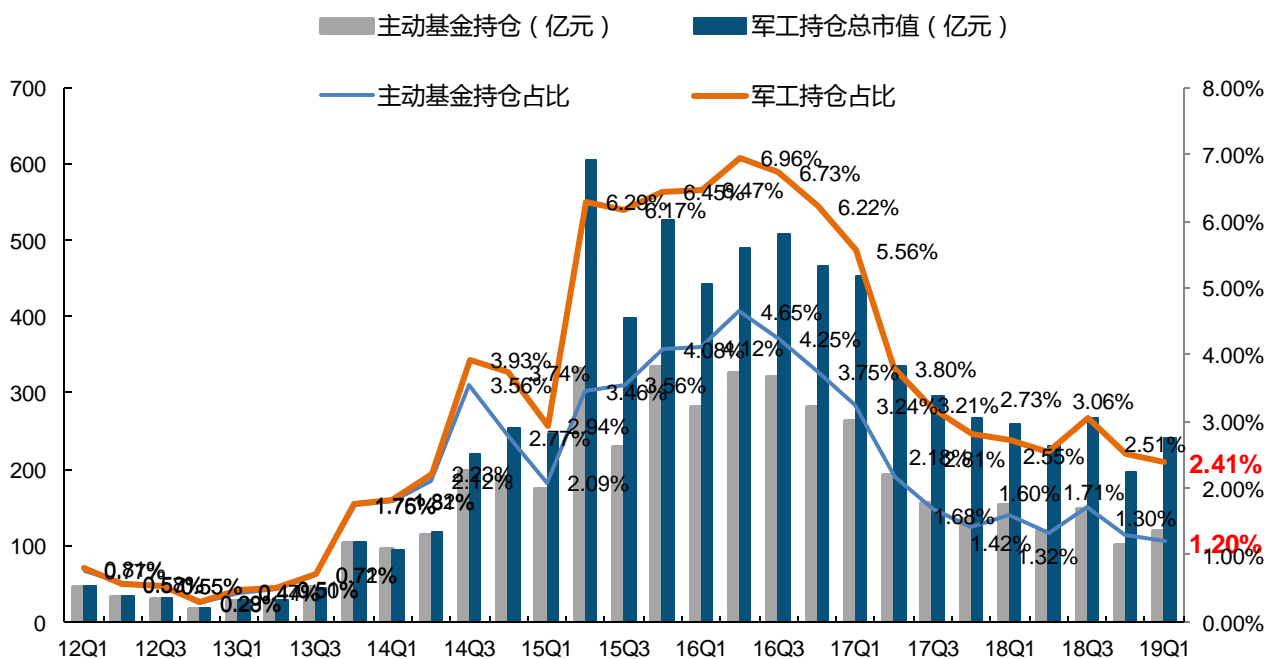
兵器板块 2019Q1 年整体经营性现金流同比增长 157.12%，主要由泰豪科技拉动，其 2019Q1 经营性现金流净额同比增长 12.58 亿元，其主要原因是货款回笼以及应收 ABS 发行。

船舶板块 2019Q1 实现经营性现金流-72.84 亿元，同比大幅下降 46.96 亿元。主要由中国重工、中船防务所致，分别同比减少 30.11 亿元、10.35 亿元，此两者均是销售商品、提供劳务收到的现金同比下降而购买商品、接受劳务支付的现金同比增加。我们认为主要原因是 2019Q1 仍受到钢材价格上涨而导致营业成本增加的影响。

四、基金持仓分析：军工仓位略降，民参军持仓提升

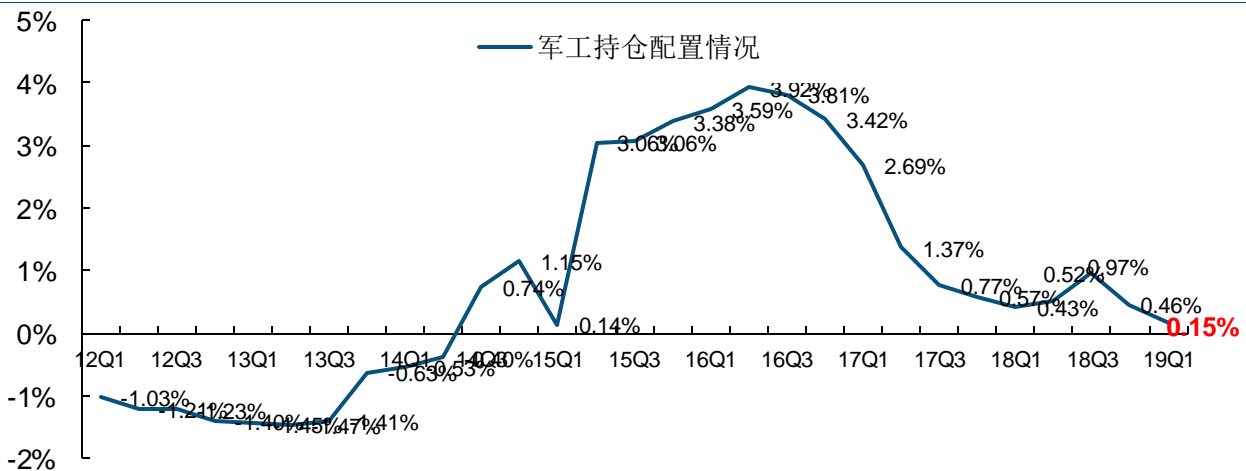
对 2019Q1 公募基金重仓持股进行统计，军工行业持股比例为 2.41%，环比下降 0.10 个百分点，超配 0.15%；主动基金持股比例为 1.20%，环比下降 0.10 个百分点；公募基金军工持仓依然处于四年来低位。

图 55：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

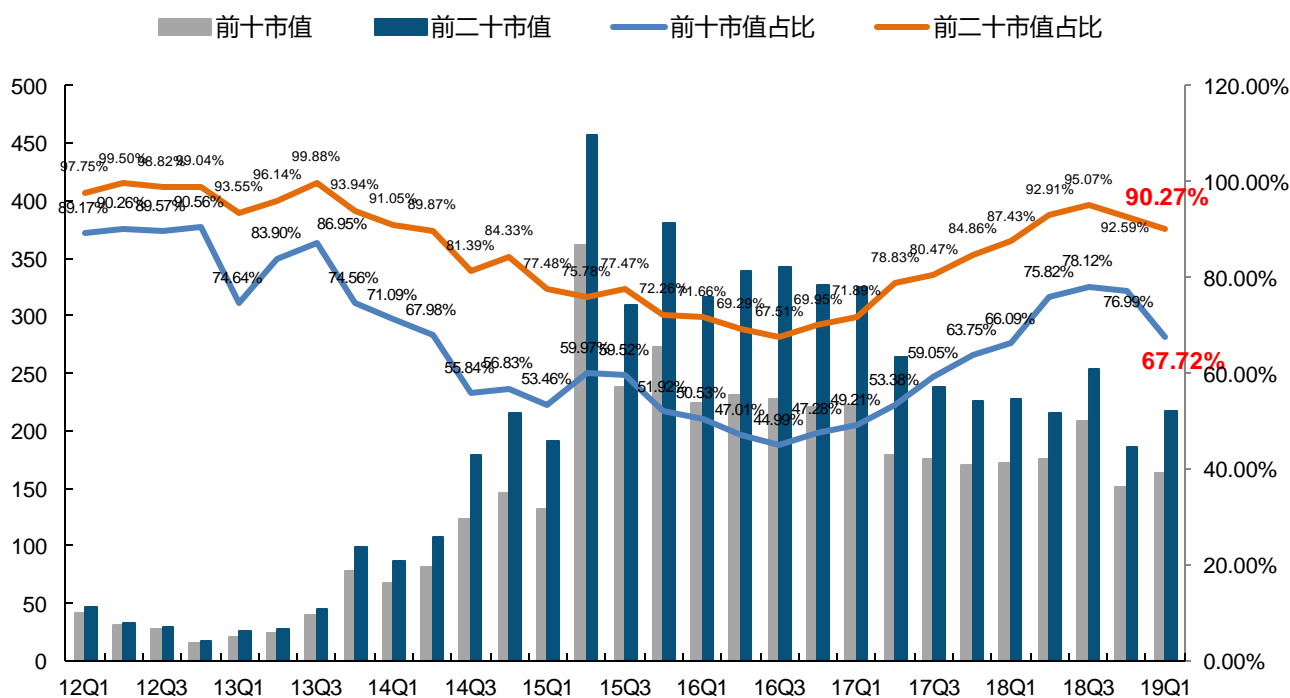
图 56：军工行业基金持仓超配情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

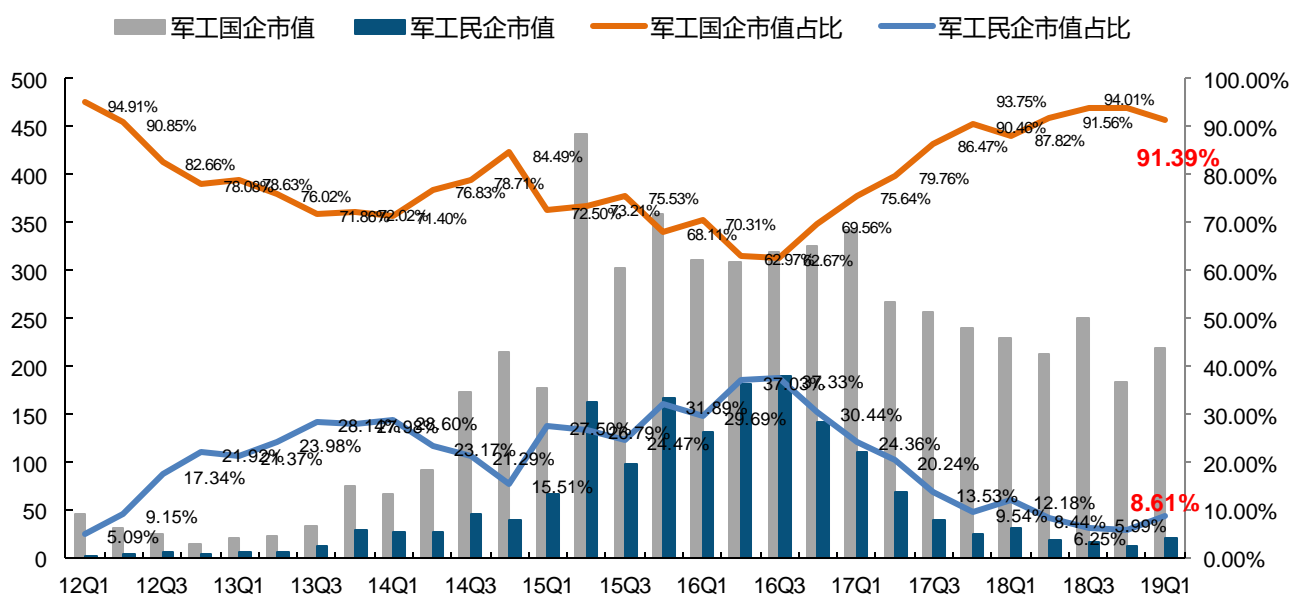
军工行业持股高度集中，持仓前十占比 67.72%，持仓前二十占比 90.27%。国有企业持仓比例为 91.39%；民参军公司持仓比例为 8.61%，持仓比例回升 2.62 个百分点。

图 57：2019Q1 军工行业基金持股集中度（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 58：2019Q1 基金军工持仓结构（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2019Q1 持仓前十个股分别为中航光电、中国重工、中直股份、中航飞机、航发动力、中航

沈飞、航天电子、中国卫星、内蒙一机、中航机电，全部为国企；相比 2018Q4，中国卫星入列，航天电器出列。

2019Q1 持仓前十民参军公司分别为菲利华、火炬电子、光威复材、海兰信、应流股份、宏大爆破、楚江新材、高德红外、红相股份、金信诺；相比 2018Q4，光威复材、金信诺入列，瑞特股份、景嘉微出列。

表 13: 2019Q1 公募基金军工持仓市值排名

2019Q1 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	58	6932.19	-105.85	28.17	8.83	20.67	
2	601989.SH	中国重工	32	39667.80	5562.76	23.17	2.16	37.41	
3	600038.SH	中直股份	65	4893.28	235.30	22.88	8.30	25.13	
4	000768.SZ	中航飞机	28	10300.53	199.68	17.56	3.72	28.78	
5	600893.SH	航发动力	28	6244.97	-106.00	16.49	3.21	21.55	
6	600760.SH	中航沈飞	34	4469.91	166.44	14.64	11.22	18.22	
7	600879.SH	航天电子	24	14198.34	-538.12	10.21	5.88	32.90	
8	600118.SH	中国卫星	19	4014.25	496.40	10.10	3.39	45.32	
9	600967.SH	内蒙一机	32	8082.81	193.07	9.75	8.42	15.96	
10	002013.SZ	中航机电	20	12032.23	-510.84	9.65	3.33	23.20	
2019Q1 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	58	6932.19	-105.85	28.17	8.83	20.67	
2	601989.SH	中国重工	32	39667.80	5562.76	23.17	2.16	37.41	
3	600038.SH	中直股份	65	4893.28	235.30	22.88	8.30	25.13	
4	000768.SZ	中航飞机	28	10300.53	199.68	17.56	3.72	28.78	
5	600893.SH	航发动力	28	6244.97	-106.00	16.49	3.21	21.55	
6	600760.SH	中航沈飞	34	4469.91	166.44	14.64	11.22	18.22	
7	600879.SH	航天电子	24	14198.34	-538.12	10.21	5.88	32.90	
8	600118.SH	中国卫星	19	4014.25	496.40	10.10	3.39	45.32	
9	600967.SH	内蒙一机	32	8082.81	193.07	9.75	8.42	15.96	
10	002013.SZ	中航机电	20	12032.23	-510.84	9.65	3.33	23.20	
2019Q1 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	300395.SZ	菲利华	21	2806.96	295.32	5.39	10.43	33.87	
2	603678.SH	火炬电子	13	1686.17	442.91	3.45	3.72	29.87	
3	300699.SZ	光威复材	9	381.78	-8.27	2.19	1.66	60.11	
4	300065.SZ	海兰信	10	1205.33	10.36	2.14	4.02	74.07	
5	603308.SH	应流股份	5	1741.56	-290.56	1.91	4.35	36.66	
6	002683.SZ	宏大爆破	4	895.96	-136.67	1.24	1.50	67.56	
7	002171.SZ	楚江新材	1	1196.01	0.00	0.81	1.14	45.79	
8	002414.SZ	高德红外	7	249.24	19.53	0.67	0.52	25.34	
9	300427.SZ	红相股份	11	416.07	-39.93	0.58	1.69	25.82	
10	300252.SZ	金信诺	3	340.43	43.96	0.45	0.87	22.48	

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019Q1 加仓前十分别为中国重工、中国卫星、航天发展、中国长城、菲利华、凌云股份、奥普光电、中直股份、光威复材、振华科技。

2019Q1 减仓前十分别为中航沈飞、中航电子、航天电器、中航机电、瑞特股份、中航重机、中航高科、*ST 船舶、航天机电、合众思壮。

表 14: 2019Q1 公募基金加/减仓排名

2019Q1 加仓前十								
序号	代码	公司名称	持股总量(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	601989.SH	中国重工	39667.80	5562.76	23.17	2.16	10.57	
2	600118.SH	中国卫星	4014.25	496.40	10.10	3.39	7.49	
3	000547.SZ	航天发展	7227.85	724.61	7.91	6.49	7.13	
4	000066.SZ	中国长城	4237.42	50.24	4.48	1.70	3.80	
5	300395.SZ	菲利华	2806.96	295.32	5.39	10.43	3.65	
6	600480.SH	凌云股份	1944.76	0.00	2.41	4.31	2.41	
7	002338.SZ	奥普光电	1327.68	582.44	2.13	5.53	2.13	
8	600038.SH	中直股份	4893.28	235.30	22.88	8.30	2.11	
9	300699.SZ	光威复材	381.78	-8.27	2.19	1.66	2.10	
10	000733.SZ	振华科技	1275.93	801.88	1.96	2.72	1.83	

2019Q1 减仓前十								
序号	代码	公司名称	持股总量(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	600760.SH	中航沈飞	4469.91	166.44	14.64	11.22	-3.20	
2	600372.SH	中航电子	1968.16	-177.57	3.27	1.12	-2.04	
3	002025.SZ	航天电器	2702.74	84.23	7.50	6.30	-1.72	
4	002013.SZ	中航机电	12032.23	-510.84	9.65	3.33	-1.61	
5	300600.SZ	瑞特股份	48.87	0.00	0.12	0.74	-0.60	
6	600765.SH	中航重机	20.75	-0.63	0.02	0.03	-0.44	
7	600862.SH	中航高科	35.52	8.18	0.03	0.03	-0.30	
8	600150.SH	*ST 船舶	22.86	-11.14	0.05	0.02	-0.28	
9	600151.SH	航天机电	119.59	-2.39	0.08	0.09	-0.27	
10	002383.SZ	合众思壮	48.02	-25.07	0.07	0.10	-0.22	

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019Q1 基金持股占流通市值比前十分别为中航沈飞、菲利华、中航光电、内蒙一机、中直股份、航天发展、航天电器、航天电子、奥普光电、四创电子。

表 15: 2019Q1 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	34	4469.91	166.44	14.64	11.22	18.22
2	300395.SZ	菲利华	21	2806.96	295.32	5.39	10.43	33.87
3	002179.SZ	中航光电	58	6932.19	-105.85	28.17	8.83	20.67
4	600967.SH	内蒙一机	32	8082.81	193.07	9.75	8.42	15.96
5	600038.SH	中直股份	65	4893.28	235.30	22.88	8.30	25.13
6	000547.SZ	航天发展	19	7227.85	724.61	7.91	6.49	44.84
7	002025.SZ	航天电器	20	2702.74	84.23	7.50	6.30	29.44
8	600879.SH	航天电子	24	14198.34	-538.12	10.21	5.88	32.90
9	002338.SZ	奥普光电	3	1327.68	582.44	2.13	5.53	44.37
10	600990.SH	四创电子	16	754.89	-105.51	3.96	5.52	53.08

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019Q1 持有基金数量前十: 中直股份、中航光电、中航沈飞、中国重工、内蒙一机、中国长城、中航飞机、航发动力、海格通信、航天电子。

表 16: 2019Q1 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	600038.SH	中直股份	65	4893.28	235.30	22.88	8.30	25.13
2	002179.SZ	中航光电	58	6932.19	-105.85	28.17	8.83	20.67

3	600760.SH	中航沈飞	34	4469.91	166.44	14.64	11.22	18.22
4	601989.SH	中国重工	32	39667.80	5562.76	23.17	2.16	37.41
5	600967.SH	内蒙一机	32	8082.81	193.07	9.75	8.42	15.96
6	000066.SZ	中国长城	31	4237.42	50.24	4.48	1.70	123.00
7	000768.SZ	中航飞机	28	10300.53	199.68	17.56	3.72	28.78
8	600893.SH	航发动力	28	6244.97	-106.00	16.49	3.21	21.55
9	002465.SZ	海格通信	27	8133.50	-123.66	7.95	3.90	25.38
10	600879.SH	航天电子	24	14198.34	-538.12	10.21	5.88	32.90

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

五、重点公司年报及一季报点评

5.1. 中航光电一季报点评：净利润同比增长 39.14%，超出市场预期

■事件：

公司发布 19 年一季报，实现收入(21.56 亿元,+45.95%)，归母净利润(2.33 亿元,+39.14%)。

■点评：

1、公司收入、归母净利润大幅提升。公司 19Q1 实现收入 (21.56 亿元, +45.95%)，单季度收入仅低于 18Q3 水平；归母净利润 (2.33 亿元, +39.14%)，单季度归母净利润同比增速创近 3 年以来新高；毛利率水平 32.72%，较 18 年同期下降 2.37pct；净利率水平 11.46%，较 18 年同期的 11.60%基本持平。19Q1 增长较快，或由于去年 Q1 为低基数，而军品随着订单释放、军改影响弱化而实现较高增长，而由于通信和新能源汽车增长高于军品增长，毛利率有所下降。

2、预付款项大幅增长，存货基本不变反映公司产品交付顺利。与 18 年末相比，公司 19Q1 的预付款项增长 55.55%；公司当前存货为 19.74 亿元，与 18 年末基本持平，反映公司产品销售情况较好，且订单饱满、积极备产。

3、公司经营性现金流大幅改善。公司经营性现金流为-0.18 亿元，较去年同期的-2.82 亿元大幅改善。其中销售商品、提供劳务收到的现金为 (12.70 亿元, +15.17%)，购买商品、接受劳务支付的现金 (7.11 亿元, -11.50%)。结合 18 年年报公司库存商品增加较多，或是公司提前完成 18 年任务并为 19 年提前备货，因此或部分产品结转至今年确认。

■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。公司是军民融合的典型标的，具备很强的市场化基因；预计随着军改影响削弱、新能源汽车回归理性增长、5G 建设蓄势待发及产能释放，公司未来两年增长是大概率事件；对标安费诺，公司有望成长为世界级的互联企业。目前公司对应 19 年估值为 27 倍。

■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。

5.2. 中航光电年报点评：18 年归母净利润增长 15.56%，预计未来两年增长是大概率事件

■事件：

公司发布 2018 年年报，实现收入 (78.16 亿元, +22.86%)，实现归母净利润 (9.54 亿元, +15.56%)。

■点评：

■18 年增长复合预期，预计 19 年 Q1 增速或较高

公司 18 年增长符合预期。2018 年公司收入和利润分别增长 22.86%、15.56%，主要由于：国际业务实现收入 6.05 亿元，同比增长 24%；石油、医疗、新能源装备等领域收入翻番，工业装备领域销售收入同比增长超过 50%；国内数据传输与通信设备（荣获华为全球金牌供应商，成为国际通讯龙头企业 5G 优选供应商）、新能源汽车（推进设立德国分公司，进入国际一流车企供应链）、防务（中航工业集团，销售额 11.25 亿元，去年同期为 10.64 亿元，同比增长 5.73%，预计主要因部分航空订货合同未能顺利批产或交付，但其他领域增长较快）等领域保持平稳快速增长，以及收入持续增长的同时受益于美元汇率波动等影响，18 年财务费用为-549 万元，而 17 年为 7985 万元。

利润增速低于营收，或主要因为产品结构。从收入构成上看，公司收入占比 52% 的电连接器增长较慢，仅为 9.52%，毛利率基本维持在 37% 左右，预计主要因占比较大的军品整体保持平稳增长；光器件及光电设备实现收入（14.93 亿元，+33.69%），毛利率略有下滑 0.45ptc，维持在 22%，增长或主要来自通信业务；光缆组件及集成产品实现收入（19.24 亿元，+37.80%），毛利率下滑 7.5ptc 至 31%，或主要由于新能源汽车业务占比提升。公司 18 年毛利率为 32.56%，净利率 12.92%，分别较去年同期下滑 2.48、0.70pct，主要由于产品结构调整，民品业务拓展占比提升。但四季度公司盈利水平环比改善，实现收入（20.41 亿元，+9.60%），净利润（2.57 亿元，+30.99%），毛利率环比提升 4.63 个百分点，主要由于军品贡献占比提升。

存货大幅增长，反映了公司提前备货以满足订单增长。期末合并资产负债表中存货 19.65 亿元，同比增长 46.86%，其中母公司存货 14.55 亿元，同比增长 64.3%。从存货分类看，原材料、在产品、库存商品账面价值分别为 2.98、6.57、10.09 亿元，同比增长 34%、44%、53%，侧面反映了公司充足的订单情况，支撑 19 年上半年的快速增长；库存商品增加较多，或为公司提前完成 18 年任务并为 19 年提前备货的原因。考虑到 18Q1 的低基数原因，19 年 Q1 增速或较高。

研发继续保持高投入，确保其中高端连接器龙头优势。公司 18 年研发人员 2905 人，同比增长 26%，数量占比 23%。研发投入 6.64 亿元，同比增长 31.22%，高研发投入确保公司继续保持优势，有利于公司提高互连解决方案能力，推进“核心工艺能力提升工程”。

在建工程有所增加，新技术产业基地稳步推进。公司募集配套基金 12.88 亿元，目前在建工程 5.32 亿元，其中计划投资 10.13 亿元的新技术产业基地已经投入 4.15 亿元，工程进度 58.94%，已完成主体工程建设，搬迁和布局调整工作有序推进，预计 19 年建成投产，将解决公司进一步业务扩张及新产品产业化的产能问题，预计将为公司新增收入 13.75 亿元，满足新一轮增长需求。

■坚持专业化发展，预计未来两年增长是大概率事件

公司坚持专业化发展，持续巩固在防务及高端制造领域连接器市场的优势地位，不断提升核心连接产品技术与互连技术解决方案能力。公司具有很强的市场化基因，坚持以客户为中心、市场为导向，通过加强市场营销体系建设，持续巩固和提升军工领域行业地位，不断扩大国内国际民用高端市场份额，各市场细分领域保持快速增长。

公司以军为基，军品收入占比 55-60%，利润占比更高，仍是目前最重要的业绩增长点。公司军品涉及几乎所有军工领域，国家国防装备更新迭代提速，关键元器件国产化步伐加快，为公司继续探索高端互连技术提供了空间，随着公司液冷等新产品的产业化并不断拓展配套领域，综合设备柜等集成化产品逐步推广，集中度及产品价值量将进一步提升，为公司长远发展打开了更大的成长空间。

通信领域海外客户收入迅速增长，关注 5G 进展。公司是华为、中兴、三星、爱立信、诺基亚等的供应商，并于 18 年荣获华为金牌供应商，作为华为线缆与连接器物料领域供应商，中航光电是国内唯一获此荣誉的厂家，充分体现了公司竞争力。公司正在积极跟进 5G、数据中心、超级计算机等新一代通信技术发展，产品涉及光互连产品、电源产品、射频产品等，多个重点型号被列入客户的平台型 5G 产品物料清单，即将在全球范围内应用，或将带动公司通信业务开启新一轮增长。18 年 12 月，韩国三大电信运营商 SK、KT 与 LG U+ 同步在韩国部分地区推出 5G 服务，中航光电为该 5G 项目提供了整套光、电连接解决方案。

国内新能源车连接器龙头，并向合资车企、外资车企拓展。公司是我国最大的新能源汽车连接器供应商，也是国内最早介入新能源汽车产业的连接器企业，公司不仅在连接器而且在线

缆组件、集成化产品上具有优势。目前公司已与比亚迪、北汽、东风、宇通、中通、奇瑞等自主品牌车企长期深度合作，将受益于新能源汽车销量的理性增长。此外公司逐步拓展合资车企、外资车企，在德国设立分公司，与特斯拉建立合作关系，其板间连接器已成功配套特斯拉 Model3 车型的车载充电机中，一旦成功切入或将形成示范效应，从而有望进入世界主流新能源汽车企。

■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。公司是军民融合的典型标的，具备很强的市场化基因；预计随着军改影响削弱、新能源汽车回归理性增长、5G 建设蓄势待发及产能释放，公司未来两年增长是大概率事件；对标安费诺，公司有望成长为世界级的互联企业。我们预计 2019-2020 年净利润分别为 11.65、14.64 亿元，EPS 分别为 1.47、1.85 元，对应当前股价的 PE 分别为 30、24 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。

5.3. 航天发展年报点评：内生与外延并重，18 年实现归母净(4.48 亿元，+59.34%)

■事件：

公司发布 2018 年年报，实现收入 (35.16 亿元，+41.15%)，归母净 (4.48 亿元，+59.34%)。由于航天开元为同一控制下的企业合并，已对上年同期数进行追溯调整。

■点评：

■内生外延并重，业务板块逐步聚焦。

18 年业绩增长来自于原主业较快增长以及投资收益等。公司 18 年实现归母净 4.48 亿元，其中南京长峰、欧地安、仿真公司 (90%)、重庆金美 (69.23%) 等原重点子公司分别贡献 2.07、0.68、0.40、0.59 亿元，合计 (3.74 亿元，+18.7%)；壹进制并表 1984 万元，航天开元净利润为 1921 万元；投资收益 9757 万元，主要为权益法核算锐安科技的长期股权投资投资收益 7198 万元，以及福发机组出售的投资收入 2255 万元等。公司的管理费用和研发费用分别为 2.51、3.17 亿元，较去年同期分别增加 18.97%、13.42%。18 年研发投入 (4.34 亿元，+37.65%)，收入占比 12.35%，为电磁科技工程和微系统等业务发展不断注力。

公司产业结构优化，业务板块逐步聚焦并已然清晰。公司通过不断产业整合、结构优化，以电子信息科技为核心，形成涵盖电磁科技工程、通信指控、网络信息安全、微系统、海洋信息装备等五大领域。18 年公司完成对燕侨学人的压减以及福发机组的转让，将深入推进非核心业务剥离及资产转让工作，聚焦核心业务。

■电磁科技工程仍是公司最主要的利润来源，存在业绩弹性。

18 年公司电磁科技产品实现收入 (14.31 亿元，+20.4%)，收入占比 41%，毛利率 40.11%，毛利率基本持平，实现了稳健增长。在业务方面，电磁科技工程取得重大突破，其中：南京长峰 18 年实现收入 (15.71 亿元，+100.4%)，净利润 (2.07 亿元，+19.7%)，收入增长主要是来自其持股 65% 的子公司江苏大洋低毛利率 (16.20%) 的海洋信息装备实现收入 (9.13 亿元，+285.29%) 已是第二大收入来源，收入增长较快一方面是因为 17 年 6 月江苏大洋并表，为半年数据；另一方面，18 年业务订单量增加。19 年通过逐步建立中高端海工装备体系，充分利用航天科工国际云及工业互联网平台开拓国际市场，不断推动转型升级。

扣除船舶收入，南京长峰实现 (6.58 亿元，+20.3%)。18 年南京长峰顺利完成某型辐射源系统交付，成功中标军方电子特性模拟设备研制项目，深入开展蓝军对抗体系建设方案论证和项目争取工作，成为系统总体单位，为后续增长打下良好基础。预计 19 年随着公司总体项目不断落地，以及以重大演训为代表的试验任务的完成，盈利能力或将持续提升，实现高速增长。

仿真公司 18 年实现收入 (4.49 亿元,+16.9%) ,净利润 (4450 万元, +34.72%)。军用仿真业务显著增长, 军方电子沙盘定型, 成功中标军方某模拟系统项目, 并积极开展装备信息化产品体系建设。产品定型开始批量增长, 带动业绩释放, 并超过 18 年的业绩承诺 3697 万元, 预 18 年计 19-20 年 4542、5444 万元的业绩承诺完成无忧。

欧地安 18 年实现收入 (4.12 亿元, +20.1%) ,净利润 (6786 万元, +30.1%)。18 年欧地安净利润结束下跌趋势开始回升, 盈利能力显著提高, 主要因为电磁防护产业整合成效明显, 无线电测试系统业务完成微波暗室环境建设和系统集成一体化方案能力; 实现新型吸波材料多型号研发, 电磁防护材料性能升级; 完成指挥通信装备维修维护项目。预计后续低毛利业务或逐步缩减, 盈利能力不断提升。

■网络信息安全业务将是公司重要的业绩增长点, 18 年均完成业绩承诺。

公司以 10.69 元/股发行 1.36 亿股作价 14.60 亿元购买锐安科技 43.34%股权、壹进制 100% 股权 (18 年 11 月 30 日并表)、航天开元 100% 股权。近年来公安部大力推动信息化建设, 18 年 1 月成立大数据局; 19 年 3 月, 国资委通过发布新版《中央企业负责人经营业绩考核办法》, 网络安全成为考核指标。公司以锐安科技云计算和安全大数据平台的主体架构为基础, 融合壹进制和航天开元在数据安全、应用安全层面的技术优势, 依托航天科工和公安部三所打造网络信息安全国家队, 重点以公安、网信、运营商和航天科工集团网络安全需求为牵引, 同步辐射军队、大型企业集团单位, 实现业务协同发展, 形成网络信息安全系统解决方案, 网络信息安全业务或将实现高速增长。18 年锐安科技、壹进制、航天开元分别实现扣非归母净 2.04 亿元、2069 万元、1905 万元, 均超额完成业绩承诺。此外, 公安部三所持有锐安科技 54% 的股权, 公司年报中明确表明“积极推进对锐安科技股权的收购, 尽快取得锐安科技的控股权; 推动设立航天科工网络信息安全研究院, 统筹网络信息安全板块整体发展”。

■微系统业务逐步落地, 关注其产业布局及和产业链延伸。

18 年微系统研究院成立, 根据官网信息 11 月 16 日在微系统公司揭牌仪式上, 其与二院 23 所、三院 35 所等公司能给签订了合作协议。微系统研究院作为集团微系统领域的支撑单位, 18 年初步形成系统级芯片、组件和复杂微系统的自主研发能力, 打造高密度宽带多频收发微系统等典型产品, 为用户单位提供一体化解决方案。公司年报表示将加速推进产业布局及产业链延伸, 积极推进射频微系统模块研发及生产线建设, 形成系统方案解决能力。公司围绕航天科工市场, 承担集团公司内部项目, 为电子产品的微小型化、芯片化、射频综合化、电子集成化提供支撑, 并积极推进相控阵天线阵列的研发, 同时积极拓展外部市场。

■通信指控业务平稳发展。

18 年通信指控业务实现收入 (7.24 亿元,+6.5%) ,毛利率 36.2% ,较去年同期下降了 3.3pct。重庆金美是国内军用战术通信系统核心设备的提供商, 18 年实现收入 (8.26 亿元,+11.9%) ,净利润 (8456 万元, -2.5%) ,其稳步推进军方硬件统型、通信车改造等重大项目, 成功中标联合战术通信系统改造、网管系统等任务, 积极推进无人平台蜂群作战数据链总体技术论证, 完成“飞云工程”、“虹云工程”重大工程项目研制, 向空间信息应用产业延伸, 并积极开展 5G 通信相关产业的论证、研发, 形成技术储备。

■投资建议: 公司内生与外延并重, 是被低估的纯正国防信息化标的, 也是集团新技术新产业的发展平台。公司以电子信息为核心, 通过不断整合和剥离, 业务板块逐步清晰, 其中电磁科技业务较为稀缺, 高速发展; 并通过收购锐安科技等 3 家标的, 依托航天科工集团和公安部三所打造网络信息安全国家队, 贡献业绩增量; 成立微系统研究院, 实现核心部件自主可控, 发展可期。公司目前对应 19 年估值仅为 25 倍。

■风险提示: 业务发展低于预期; 收并购等资产整合进程不及预期。

5.4. 航天发展一季报点评：一季度净利润同比增长 41.58%

■事件：

公司发布 19 年一季报, 实现收入(7.54 亿元,+43.90%), 归母净利润(1.03 亿元,+41.58%)。

■点评：

1、公司收入大幅增长, 扣非归母净利润增长+6.40%。公司收入大幅增长或主要由于生产扩张。一季度收入占全年比重往往较小, 17、18 年 Q1 收入占比分别为 17.74%、14.73%。公司 19Q1 实现收入(7.54 亿元,+43.90%), 主要由于 18 年末新并购企业壹进制、航天开元, 以及生产扩张。公司毛利率水平波动一直较大, 19Q1 为 37.85%, 较 18Q1 下降 9.45 个百分点, 结合公司年报或主要由于低毛利率的船舶加工业务影响所致, 随着军品订单的收入确认, 毛利率或将有所提升。

2、非经常损益对 19Q1 利润增长贡献较大。19Q1 公司归母净利润(1.03 亿元,+41.58%), 其中权益法核算锐安科技投资收益-924 万元; 19Q1 公司持有广发证券导致交易性金融资产公允价值变动 2554.68 万元, 扣非后归母净(0.80 亿元,+6.40%)。

3、预收、预付均大幅增长, 反映公司订单和备产情况。公司预付款项 4.65 亿元, 较 18 年末增长 98.81%, 存货 7.81 亿元, 较 18 年末增长 13.52%, 反映公司订单投入增长, 备产增加。公司预收款项 1.01 亿元, 较 18 年末增长 53.14%, 主要由于公司执行项目订单增长, 预收项目实施款所致。

■投资建议：公司内生与外延并重, 是被低估的纯正国防信息化标的, 也是集团新技术新产业的发展平台。公司以电子信息为核心, 通过不断整合和剥离, 业务板块逐步清晰, 其中电磁科技业务较为稀缺, 高速发展; 并通过收购锐安科技等 3 家标的, 依托航天科工集团和公安部三所打造网络信息安全国家队, 贡献业绩增量; 成立微系统研究院, 实现核心部件自主可控, 发展可期。公司目前对应 19 年估值为 27 倍。

■风险提示：业务发展低于预期; 收并购等资产整合进程不及预期。

5.5. 振华科技年报点评：18 年归母净增长 27%，军工电子贡献主要利润

■事件：

公司发布 2018 年年报, 实现收入(53.38 亿元,-33.43%), 归母净(2.59 亿元,+27.17%)。

■点评：

1、公司主动调整业务结构, 军工电子是主要利润贡献来源。公司收入规模大幅下滑, 主要是主动压减低毛利业务, 推动产业结构优化。18 年公司着力提质增效、降本控险, 主动压缩低附加值的通信终端业务, 18 年毛利率仅为 3.37%的专用整机与核心零部件收入 23.31 亿元, 同比下降 52%。此外新型电子元器件业务涵盖 17 年的高新电子和集成电路与关键元器件, 18 年实现收入(29.76 亿元,-4.84%), 结合中报收入下滑主要是公司压减低毛利的外贸业务, 并通过加强成本费用控制, 毛利率提升 8.24pct。

2、公司的主要利润贡献来源仍是新型电子元器件业务。根据分部信息, 18 年新型电子元器件分部实现收入 30.16 亿元, 资产减值损失 1.04 亿元, 净利润 2.55 亿元; 17 年高新电子和关键元器件板块分部合计收入 31.15 亿元, 资产减值损失 0.61 亿元, 净利润 2.06 亿元(其中关键电子元器件亏损 2319 万元), 我们预计资产减值损失的大幅增长或主要由于关键元器件板块, 即动力电池业务竞争加剧的影响。18 年上半年关键元器件板块已经亏损 1906 万元,

全年或亏损更多，因此高新电子业务 18 年业绩增长或在 30%左右。

3、压减手机代工业务，持续瘦身健体。近年来公司不断巩固高新电子业务，并加大产业机构调整的力度，通过吸收合并或股权转让等方式压缩剥离亏损业务，聚集资源发展核心优势产业。18 年主动压缩通信终端业务，收入同比下降 52%；继续清理处置“僵尸”、低效类企业，完成了振华天通的挂牌转让（17 年其亏损 2669 万元）实现资产处置损益 1514 万元，母公司对进出口公司进行了吸收合并，将进一步降低经营风险，提高盈利质量。

4、现金流大幅改善。公司通过应收账款保理业务，盘活存量资产，现金流大幅改善。18 年经营活动现金流净额 3.18 亿元，与 17 年的-5.46 亿元相比，呈净流入状态。

5、军工电子将保持高速增长，振华集团体外芯片资产市场关注度高。19 年预计军工电子业务仍将保持高速增长。18 年公司新型电子元器件板块竞争力持续增强，能力建设项目支撑力进一步加强、高性能产品覆盖面继续扩大、国产化替代品种规格持续增加，其中一大批新产品研发成功并实现送样或批量订货；关键材料研发取得突破，介质材料生产线工业强基项目顺利通过工信部验收；IGBT 芯片及模块等多款产品技术性能达到国外同类产品水平。此外锂离子动力电池产能得到实际验证，产品向特种应用领域延伸的市场开拓初见成效，消费类、动力类、储能及特种应用的市场体系已初步建立，预计 19 年盈利能力将得以提升，并有望减亏甚至扭亏为盈。

考虑到未来两年军工行业增长较为确定，并面临强烈的自主可控需求，公司作为上游军工电子元器件供应商，或将实现稳健增长。振华集团体外芯片资产市场关注度高。经过多年国家政策、资金扶持振华集团在推进国产化替代与自主可控方面积累了不少关键核心技术。目前振华集团分别持有成都华微 54.1%、苏州盛科 27.1%、天津飞腾 21.5%的股权，市场期待核心芯片资产的注入。其中成都华微是国内 FPGA 领先企业、ADDA 骨干企业，17 年其 600 万门级 FPGA 成功实现在国家保密通讯交换机上的商业化应用，并完成了千万门级 FPGA 研发，在高端 FPGA 领域形成国产化替代能力，7000 万门级 FPGA 项目成功获批国家“核高基”项目，保障了国家重点工程需求。

■投资建议：18 年公司完成 4.81 亿元的定增，并发布股票期权激励，以 11.92 元/股授予 417 人 938 万份股票期权，以 17 年为基础，19-21 年净利润增长率分别不低于 30%、50%、75%，ROE 分别不低于 3.75%、4.25%、4.75%。公司专注高新电子业务，将充分受益于未来两年军工行业的确定性增长；并逐步剥离盈利能力较低的资产，提升资产质量；振华集团体外核心芯片资产市场关注度高。目前公司市值 82 亿元，对应 19 年 PE 为 27 倍。

■风险提示：军品增长低于预期；低效资产处置不及预期。

5.6. 航天电器一季报点评：营收净利受订单拉动恢复较好，民品占比提高毛利率有所降低

■事件：

4 月 28 日，公司发布 2019 年一季报：实现营收（6.72 亿，同比增长 39.45%），归母净利润（0.78 亿，同比增长 20.01%），归母扣非净利润（0.77 亿，同比增长 28.57%）。

■点评：

1) 去年同期基数较低，今年一季度营收及净利受订单拉动同步得到较好恢复。2019Q1 公司实现营收 6.72 亿，同比增长 39.45%，我们认为主要因为公司一季度订单增长较好，受益军工行业十三五后两年武器装备列装加速，并加大了新产品推广、产能在去年已得到有效提

升。19Q1 公司毛利率 43.66%，历史上公司季度毛利率波段较大，主要是产品销售结构变化，成本分摊在季度会有所不同，19Q1 公司营业成本较去年同增长 54.65%，大于营收增速，主要是一季度公司毛利率相对较低的民品收入占比上升导致。

资产负债表端多项指标预示后续订单充足，生产备货准备充分，有望继续较好增长。反映订单情况的公司预收账款较期初增加 21.87%，应收账款较年初增长 30.36%，主要原因一是营收增仓的同比带动；另外是公司订单饱满（根据公众号此前披露，公司 1 月订货突破 3 亿，同比增长 32%，创历史新高），上游客户需求较好。反映公司备货情况指标中货币资金较期初下降 35.26%、存货较期初增加 35.13%、预付账款较期初增加 29.37%，均可不同程度反映出公司订单饱满，公司根据订单情况适度增加了生产所需的物料采购和相应支出等。

公司现金流一般一季度不会太好，主要是军品回款多集中在四季度，本期公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期下降 72.11%的主要原因：一是公司业务规模持续增长，经营性资金需求相应增加；二是公司订单增加，为保障产品订单及时交付，公司适度增加产品订单生产所需的物料采购，外购材料、外协加工等支付的现金较上年同期增加。

2) 公司是军工板块中增长确定性高、低估值价值类标的，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。根据航天科技集团对外公布，2019 年计划实施 30+次宇航发射，预计发射航天器 50 余颗，高密度发射任务呈常态化，公司有望核心受益。此外，近日中央军委发布施行《军事训练监察条例（试行）》，指出推动实战化军事训练深入发展；根据解放军报报道，解放军诸多前沿主战部队的炮弹及导弹消耗量已经呈现翻倍态势，东部战区陆军某旅 2018 年枪弹、炮弹、导弹消耗分别是 2017 年的 2.4 倍、3.9 倍、2.7 倍。我们预计，2019 年我军实战化军事训练仍将维持从难从严的常态化；实战化训练频率和强度提高，将导致武器装备尤其是导弹等消耗品等需求增加。公司是弹载领域老牌连接器厂，有望充分受益这一进程。

3) 智能制造已初步具有产业化能力，有望大面积对外推广，成为新业绩板块。公司全方位实施公司级智能化改造，已是航天科工集团样板间，预打造世界级智能制造样板间。公司智能制造新模式应用示范项目高质量通过工信部验收；智能产线执行系统获得国家版权局计算机软件著作权；2018 年，先后完成航天 25 所、771 所、803 所等单位智能制造设备研制交付，与多家用户单位达成合作意向；2019 年 1 月，智能制造业务子公司上海威克鲍尔获国际用户 RFS 首张智能制造订单，金额超 100 万，是公司智能制造首张国际用户订单。

■投资建议：

公司是军工板块中增长确定性高、低估值价值类标的，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。公司智能制造已初步具有产业化能力，有望大面积对外推广，成为新业绩板块。

■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军品业务。

5.7. 中直股份一季报点评：2019Q1 营收与归母净利润同比增长均为 11.50%

事件：

公司发布 2019 年一季报，实现营收（23.87 亿元，+11.50%）；归母净利润（0.79 亿元，+11.50%）。

截止 2019 年 3 月底，应收款项同比减少 23.06%，表明回款转好；预付款项同比增长 38.92%，预示着采购增加。

利润表：三费率有所下降，致使毛利率下降时净利润与营收同比增速保持一致。2019Q1，主营业务毛利率为 13.05%，同比减少 1.13 个百分点，变动不大，而最终净利润与营收增速一致，主要原因是国企强调降本增效背景下三费率有所下降。2019Q1，公司期间费用同比增速为 8.21% 低于营收增速，符合我们此前在 2018 年年报点评中观点：在军工集团降本增效，大力控成本、降费用、压支出的背景下，军工企业期间费用仍有下降空间。三费中，销售费用同比增长 7.89%，管理费用同比增长 10.48%，其中研发费用同比有所增加，财务费用同比减少 408.35 万元，主要原因是利息收入有所增加。

资产负债表：应收款项（应收账款+应收票据）同比减少 23.06%，主要原因是贷款收回增加，我们认为这是军改负面影响逐步消除的表现；预付款项同比增长 38.92%，主要原因是采购有所增加，再结合 2018 年年报中公司预计 2019 年公司与航空工业集团出售商品及提供劳务的关联交易额上限同比增长 25.69%，我们认为其原因是 2019 年军用直升机交付量会有所提升。再叠加我国军用直升机的巨大需求以及新型 10 吨级通用直升机产品的交付，我们判断 2019 年是公司业绩增速提速的一年。

现金流量表：经营性现金流转正，同比增加 3.87 亿元，主要原因是回款增加。其中，销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 14.05 亿元，购买商品、接受劳务支付的现金同比 11.46 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主要投资逻辑。

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（此轮军改新组建 3 个陆航旅）。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，仅考虑新组建的 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，我国仅陆军用直升机需求缺口至少 500 架。

海军：我国海军正在建造的直升机航母—075 型两栖攻击舰，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。

新型 10 吨级通用型直升机有望于 2019 年提高交付数量，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。结合 2019Q1 采购量有所增加，以及预计关联交易额上限大幅增长 25.69%，我们预计 10 吨级通用直升机有望于 2019 年提高交付数量，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 2019 年提高交付量。我们认为 2019 年公司经营业绩增速或有所提升，预计 2019-2021 年净利润分别为 6.47、7.96、9.41 亿元，EPS 分别为 1.10、1.35、1.60 元，对应当前股价的 PE 分别为 39X、32X、27X，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；陆航旅建设速度不达预期

5.8. 亚光科技年报及一季报点评：成都亚光超额完成业绩承诺，签订 12 亿海军巡逻艇意向订单

■事件：

4 月 29 日，公司公布 2018 年报和 2019 年一季报。2018 年，公司营收(14.11 亿,+34.82%)，归母净利润(1.59 亿,+65.13%)。2019Q1，公司营收(2.87 亿,+33.75%)，归母净利润(0.40 亿,+114.50%)。亚光电子 2018 年归属于母公司股东的净利润为 23,436.41 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 22,746.05 万元，超过 2018 年度承诺数 629.07 万元。

5 月日，公司公告，近日公司与境外某特殊公司签署意向订单谅解备忘录，预计意向订单总额为 18,480 万美元（约合人民币 12.4 亿元）。

■军工电子老牌企业，微波组件第一阵营

公司原名“太阳鸟”，2017 年以 12.95 元/股发行股份，作价 33.42 亿元购买亚光电子 97.38% 股权，从此切入军工电子领域，船艇+军工双主业运行。亚光电子为原国营 970 厂，为国内最大的微波半导体器件、微波电路军工企业之一，处于行业第一梯队，技术水平远远领先于其他科研单位和企业，公司微波领域产品型谱齐全，用户覆盖广泛，营收体量、盈利规模显著高于其余公司，是国内稀缺的平台型老牌军工企业。受益于国防信息化建设高速发展，公司军工电子业务进入快车道。

亚光电子 2017-2019 年的承诺利润分别为 1.6、2.2、3.1 亿元，2017、2018 年均已完成业绩承诺，其中 2018 年超额完成 629.07 万元。截至 2019Q1，成都亚光新接订单与结转订单之和同比去年增长 62%，在手订单超过了 3.2 亿元，某所重大型号雷达产品的配套订单已取得重大突破，后续将带来持续性订单。2019 公司目标为：成都亚光净利过 3.2 亿元，集团合并利润 3 亿元

■国内复合材料船艇龙头，签订 12 亿大额意向订单

船艇业务为母公司原有业务，公司是国内领先的全材质的游艇、商务艇和特种艇的系统方案提供商，同时是国内规模最大、设计和研发技术水平最高、品种结构最齐全的复合材料船艇企业之一。受经济下行和航运市场萧条影响，公司原有船艇业务承压，公司在 2013 年、2014 年均未获得来自国家海洋局和海关总署的大额招标订单，从而导致公司期间业绩下滑。

5 月 6 日公司公告，公司与境外某特殊公司签署意向订单谅解备忘录，拟以 5+9 方式向客户提供 14 艘 68 米海军巡逻艇，预计每艘价格为 1320 万美元，预计意向订单总额为 18,480 万美元（约合人民币 12.4 亿元）。第一批 5 艘巡逻艇交付计划：第一艘船在收到首付款后 22

个月交付，剩余四艘船分别将于第一艘船交付后每隔 3 个月交付一艘。付款方式：签署合同支付合同金额 20%、开工支付合同金额 20%，安装发动机支付合同金额 20%，船舶下水支付合同金额 20%，船舶在中国离港支付合同金额 20%。此次大额意向订单的签订，将对公司船艇业务产生积极影响。

■投资建议

军工电子业务是公司业务最大的亮点和增长点，公司处于国内微波组件行业内第一梯队，受益于武器装备信息化建设高速发展和美对华技术封锁倒逼国产替代进程加速；2019 年 2 月，大股东向湖南资产以 8.51 元/股协议转让 6.72% 股份，质押风险得以有效缓解，压制估值的关键问题予以解决。此次大额订单的签订后，公司传统船艇业务不再对公司整体业绩造成拖累，同时公司的船艇业务也真正意义进入了军工领域，为公司发展打开了新的空间。

■风险提示：船艇业务发展不及预期；军工订单低于预期。

5.9. 红相股份年报及一季报点评：18 年及 19Q1 业绩符合预期，拟发行可转债募资 8.03 亿元

■事件：

4 月 25 日，公司发布公告：公司 2018 年实现营收（13.12 亿元，+76.31%）及归母净利润（2.29 亿元，+94.49%）；2019 年第一季度，实现营收（3.09 亿元，+23.88%）及归母净利润（0.61 亿元，+2.70%）。

公告公开发行可转换公司债券预案：募集资金总额不超过人民币 8.03 亿元，募集资金拟用于投资收购星波通信 32.46% 股权、收购涵普电力 49% 股权、年产 24,700 套配网自动化产品扩产易地技改项目、节能型牵引变压器产业化项目及补充流动资金。

■点评：

公司 2019Q1 实现营收（3.09 亿元，+23.88%），归母净利润（0.61 亿元，+2.70%）。营收较快增长主要是因为电力板块年初遗留的订单在一季度都已完成了交货验收。净利增速未同步于营收增速，主要是因为报告期内公司营业成本受销售增长同比增长 47.94%，同时公司加大了市场推广力度，销售费用较上年同期增加了 470.41 万元，增长 21.92%；星波通信军品免税收入减免的增值税因受审批速度影响，一季度军品免税收入减免的增值税尚未审批到账导致其他收益较上年同期减少了 506.15 万元，下降 72.63%。

公司 2018 年年报公司营收及净利因并表和业绩改善大幅上涨，星波通信、银川卧龙均完成业绩承诺。公司营收（13.12 亿元，+76.31%）及归母净利润（2.29 亿元，+94.49%）大幅上涨主要是因为本报告期内新增了去年收购的银川变压器和星波通信两家公司 2018 年全年的业绩，去年同期仅并表 4 个月（9-12 月并表）。公司毛利率 44.54%，较去年同期增加 1.36 个百分点，我们认为主要是产品结构变化，分部数据看军工业务占比提高。其毛利率 63.82%，较去年同期也增加 14.88 个百分点。公司并购的两家公司均实现业绩承诺：星波通信实现净利润 5170.56 万元，业绩承诺完成 100.20%；银川卧龙实现净利润 1.0643.27 万元，业绩承诺完成 100.40%。公司在建工程较年初增加 2.4 亿元，主要是中宁新能源的风电项目。中宁县新堡镇风电项目 110 千伏输变电工程已与 18 年 10 月得到当地政府核准，有望在 19 年并网运行贡献业绩增量。

公司发行可转债募集配套资金 8.03 亿元，收购星波通信 32.46% 股权、收购涵普电力 49% 股权等，将较大程度上减轻公司财务负担，星波通信等相应股权并表后可显著增厚公司业绩。

1. 公司是国内电力监测检测行业龙头，行业正处于成长阶段，将持续受益我国坚强智能电网+泛在电力物联网的大力推进。

一方面，公司电力监测检测业务受益规模庞大的电力资产催生巨大的检修、运维和检测市场，且正经历由传统检修模式到状态检修模式的变革。2018 年国家电网拥有 110 千伏及以上输电线路 103.34 万千米，拥有 110 千伏及以上变电容量 46.2 亿千瓦，对电力监测检测设备需求不断。

另一方面，“十三五”期间我国配电网建设改造投资不低于 1.7 万亿元，至 2020 年，我国配电网自动化覆盖率达到 90% 以上。目前，我国配电网自动化覆盖率和 2020 年目标相比仍有很大的提升空间，配电网自动化覆盖率的提升将直接带动公司智能配电产品的市场需求。浙江涵普电力是国内电力系统自动化、电能计量、智能配电技术领域的核心供应商，其产品已广泛应用于国内 2/3 的发电企业，在国内发电领域的细分市场具有较高的市场份额和优质的客户资源，受益智能电网配电网这一建设进程。

再方面，公司在泛在电力物联网感知层、平台层环节有积累，将受益坚强智能电网+泛在电力物联网的大力推进。2019 年 3 月，国家电网公司提出在坚强智能电网基础上建设泛在电力物联网，其包含感知层、网络层、平台层、应用层四层结构。其中，感知层承担电力系统中各类信息的数据采集、分析和控制功能，为泛在电力物联网平台的大数据分析提供数据源。平台层包括数据中心、云平台等，承担各类数据的存储、管理、调用等功能。公司的电力检测监测业务本质为针对电力传输各个环节中所涉及设备的数据传感、分析、诊断和管理，具有完善的自主知识产权的电力检测监测技术体系，已获得与电力传感、大数据、云平台相关的发明专利 55 项，与电力传感、大数据、云平台相关的实用新型专利 151 项，各类电力设备数据分析软件相关的软件著作权 85 项。随着两网的推进，公司在电力领域大数据、云平台等先发积累，有助于公司在坚强智能电网+泛在电力物联网的推进受益。

2. 稳投资背景下铁路投资仍是重头戏，19 年铁路投资有望创新高，公司订单增长迅速，19 年进入释放期。根据铁路总公司建设计划，2019 年，全国铁路固定资产投资保持强度规模，新开工铁路里程预计达到 6800 公里，比上一年增加 45%，其中高铁开工里程将控制在 3200 公里，较上年减少 20%，但由于穿越山区、多隧道的重庆至昆明高速铁路即将开工，总投资额预计将有大幅增长。银川变压器是国内最早进入电气化铁路市场的牵引变压器生产厂家之一，是铁道部指定的铁路牵引变压器供应商，产品使用在国内京沪线、京广线、陇海线等主要干线上，在国内拥有较高且稳定的市场份额（约 40%），连续 5 年市场占有率居前 4 位。银川卧龙 18 年订单增长迅速，实现净利润 1.0643.27 万元，业绩承诺完成 100.40%；19 年将进入释放期，业绩承诺净利润 1.2 亿元。此外，公司中宁县新堡镇风电项目 110 千伏输变电工程已得到核准，有望 19 年上半年运营贡献业绩增量。

3. 军工微波业务将较大受益我国武器装备信息化程度提高、实战化训练加强背景下导弹等消耗增多以及新导弹型号升级换代需求不断，有望保持持续较高增长。根据解放军报报道，解放军诸多前沿主战部队的炮弹及导弹消耗量已经呈现翻倍态势，东部战区陆军某旅 2018 年枪弹、炮弹、导弹消耗分别是 2017 年的 2.4 倍、3.9 倍、2.7 倍。我们预计，2019 年我军实战化军事训练仍将维持从难从严的常态化；实战化训练频率和强度提高，将导致武器装备尤其是导弹等消耗品等需求增加。公司旗下星波通信射频微波滤波器产品在国内同行业具有一定知名度，微波组件及子系统产品较早就参与到各个型号预研中，已批量装备于多种机载、弹载武器系统、数据链产品中，将充分受益这一进程。星波通信 18 年实现净利润 5170.56 万元，业绩承诺完成 100.20%，19 年业绩承诺 6192 万元，未来增长迅速，并借助军用毫米波核心技术有望切入 5G。

■投资建议：我们独家率先底部坚定推荐，公司是国内电力监测检测行业龙头，行业正处于成长阶段，将持续受益我国坚强智能电网+泛在电力物联网的大力推进。旗下银川变压器是铁路牵引变压器龙头，核心受益稳投资下我国铁路投资的增长，18年订单增长迅速，19年有望进入释放期；军工微波通信业务主要下游应用在导弹雷达导引头等，实战化训练加强下弹耗明显增多等行业需求明显改善，并借助军用毫米波技术有望切入5G。

■风险提示：电力监测检测产品招投标不达预期、铁路投资不达预期、武器装备采购不达预期

■ 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、张超、余平、张傲声明,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的、责任的和法律的依据或者凭证。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。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@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
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	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