

18 年增速微降业绩出现分化，19Q1 实现高增长-18 年报和 19Q1 财务分析

报告起因

近日，军工板块的公司纷纷公布了 2018 年年报和 2019 年一季报。我们从 A 股标的的中选取了 64 个军工业务占比较高的标的，从利润表、现金流量表和资产负债表角度考察军工行业的整体变化。

核心观点

- **利润表：18 年营收利润增速下降，军工集团及总装企业利润增速提升，民参军及零部件利润增速下滑，2019Q1 营收利润高增长。**1) 剔除重组和大额商誉减值影响后，18 年营收及净利增速同比平稳微降，军工集团和民参军利润增速分化明显。19Q1 增速反弹，尤其是军工集团及总装层级的利润高增长。2) 逐季看，18Q4 低增速和 19Q1 高增速，可能为销售收入确认滞后和均衡生产所致。3) 三费尤其是财务费用的下降是集团军工及总装利润增速提升的主因，而民参军及零部件三费以及减值的增加导致利润增速下滑。
- **现金流表：18 年现金流状况好转助力军工集团及总装财务费用下降，现金流改善开始传导至民参军及零部件企业，19 年有望体现于财务费用的减少。**16 年~17 年，不同产业链层级的现金流分化明显，总装企业的现金流明显好于中上游。18 年，上游企业现金流不再持续恶化并企稳好转，说明现金流逐渐从总装企业向上游传导，产业链层级的差距缩小。相对弱势的民参军上游企业同样现金流好转。由于现金流的改善通常体现在下一年的财务费用上，预计上游企业财务费用 19 年有望减少。
- **资产负债表：18A 及 19Q1 预收款增速提升，预示订单任务加重，18 年上游企业在建工程增速提升。**1) 18 年全产业链预收账款增速提升，军工集团企业更为明显。2) 18 年上游企业在建工程增长快，或是通过扩产和技改满足下游订单需求。3) 18 年集团及总装应收账款周转率下降较为明显，印证了 18 年销售收现比的下降，说明收入确认快于回款。

投资建议与投资标的

- 预计 19 年全行业营收利润增速回升，民参军及零部件利润增速将高于营收增速。我们建议关注两条主线，**第一是航天航空领域的军工核心资产**，如航空主机厂中直股份(600038，增持)、中航沈飞(600760，未评级)、航发动力(600893，未评级)、中航飞机(000768，未评级)等；以及核心分系统/零部件公司，如航天电器(002025，买入)、中航光电(002179，增持)、振华科技(000733，增持)、中航机电(002013，买入)、航天发展(000547，买入)、航天电子(600879，增持)、中航电子(600372，未评级)等。**第二是从事信息化领域的民参军企业**。建议关注信息化领域的技术实力强，竞争优势大的公司，如火炬电子(603678，未评级)、航新科技(300424，未评级)、振芯科技(300101，未评级)、金信诺(300252，未评级)、红相股份(300427，未评级)等。

风险提示

- 军工订单及收入确认的进度不及预期；新型武器装备研发进度不及预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

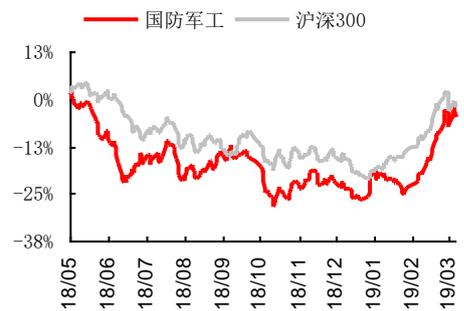
行业

国防军工

报告发布日期

2019 年 05 月 05 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

王天一

021-63325888*6126

wangtianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120021

罗楠

021-63325888-4036

luonan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518100001

联系人

冯函

021-63325888-2900

fenghan@orientsec.com.cn

相关报告

以美为镜：定价改革效应释放，优质军工 2019-02-26
企业利润率有望进一步提升

航空航天发展取得阶段性成果，产业持续 2019-02-24
景气上行

“最好”的时代，“最坏”的时代 2018-11-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1.18 年行业增速略有放缓，19Q1 好转	5
1.1 18 年军工集团和民参军利润增速分化，19Q1 营收利润增速均明显回升	8
1.2 18 年总装企业利润增速高，上游元器件营收逐季度改善	10
1.3 信息化、航空、航天增速高	12
2.18 年现金流向上游传导，民参军企业 19 年财务费用率有望下降	13
2.1 不同产业链层级现金流分化，上游现金流改善	13
2.2 18 年民参军现金流从持续恶化转向平稳回升	14
3.18 年下游预收款大增，预示订单饱满、生产任务重	15
3.1 18 年总装企业预收款大增，零部件企业在建工程增加	16
3.2 军工集团预收款保持高位	17
4.投资建议	18
5.风险提示	19
6.附录：64 个标的财务概况	20

图表目录

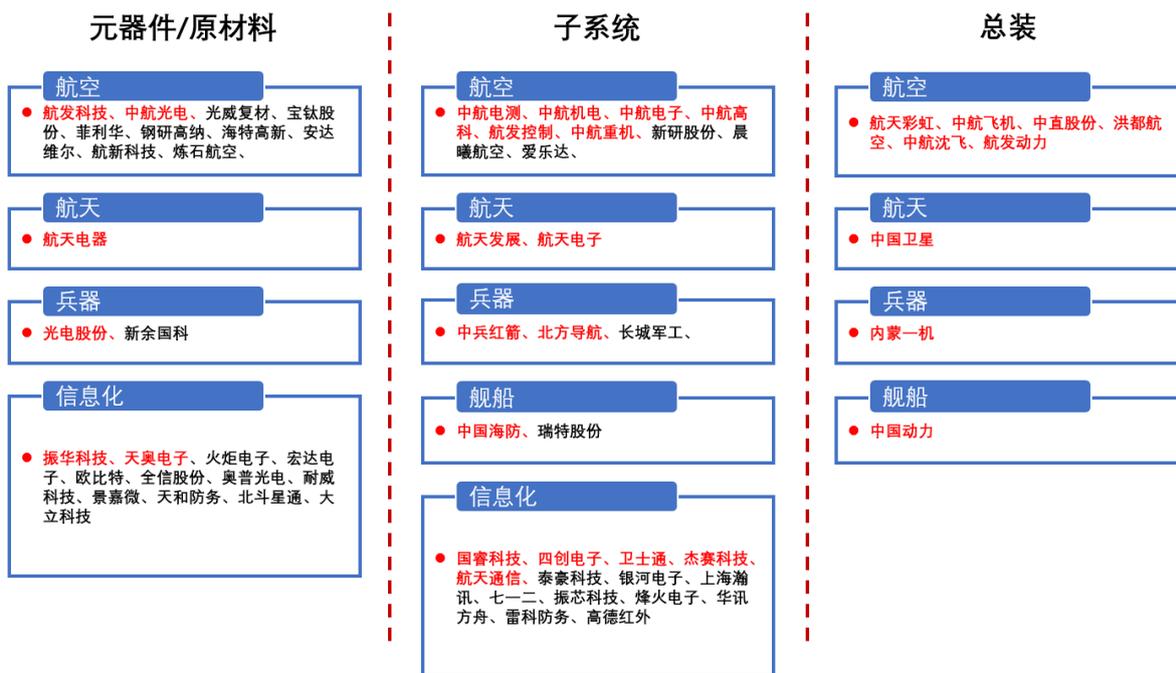
图 1：军工业业务占比较高的 65 个标的（红字表示军工集团标的）	5
图 2：2014~2019Q1 营收和同比增速（未调整）	6
图 3：2014~2019Q1 利润和同比增速（未调整）	6
图 4：2014~2019Q1 营收和同比增速（调整后）	7
图 5：2014~2019Q1 利润和同比增速（调整后）	7
图 6：2014A~2019Q1 营收及各季度占比	8
图 7：2014A~2019Q1 净利润及各季度占比	8
图 8：按所有制分类营收及利润增速（年度同比）	9
图 9：按所有制分类营收及利润增速（Q1）	9
图 10：集团三费率及资产减值占比	9
图 11：民参军三费率及资产减值占比	9
图 12：按所有制分研发支出占比营收	10
图 13：按产业链分类营收增速（年度同比）	10
图 14：按产业链分类利润增速（年度同比）	10
图 15：按产业链分类营收增速（季度同比）	11
图 16：按产业链分类利润增速（季度同比）	11
图 17：按产业链分类销售费用率	11
图 18：按产业链分类管理费用率	11
图 19：按产业链分类财务费用率	12
图 20：按产业链分类减值损失占比	12
图 21：按产业链分研发支出占比营收	12
图 22：按下游分类营收增速	13
图 23：按下游分类利润增速	13
图 24：按产业链分类销售收现比情况（年度）	14
图 25：按产业链层级分类经营性现金流净值（年度）	14
图 26：按产业链分类销售收现比情况（Q1）	14
图 27：按产业链层级分类经营性现金流净值（Q1）	14
图 28：按所有制分类销售收现比情况（年度）	15
图 29：按所有制分类经营性现金流净值（年度）	15
图 30：按所有制分类销售收现比情况（Q1）	15
图 31：按所有制分类经营性现金流净值（Q1）	15
图 32：按产业链层级分，预收款及增速	16
图 33：按产业链层级分，存货及周转率	16
图 34：按产业链层级分存货及周转率	16

图 35：按产业链层级分应收账款及周转率	16
图 36：按产业链层级分在建工程增速.....	17
图 37：按所有制分预收账款及增速情况	17
图 38：按所有制分存货及周转率情况.....	17
图 39：按所有制分应收账款及周转率情况	18
图 40：按所有制分在建工程增速.....	18
表 1：2016&2017 年发生资产重组的主要公司	6
表 2：2018 年发生资产重组的主要公司	6
表 3：18 年商誉减值损失超过 1000 万的公司	7
表 4：64 个标的 18A&19Q1 财务概况（亿元）	20

近日，军工板块公司陆续公布了 2018 年年报和 2019 年一季报。我们综合中信和申万军工指数成分股，删减个别军品占比低的标的，增加了军品占比较高的新股，最终选取 64 个军工板块重点标的。通过对这些上市标的历年财务情况的梳理和分析，跟踪军工行业的整体经营状况。**我们主要从三个维度对 64 个标的进行分类：**

- 按所有制分类，根据是否属于军工集团，分集团军工和民参军（含地方国有军工企业）两类。
- 按产业链分类，根据公司所处产业链层级，分总装、分系统和零部件（含维修服务）三类。
- 按子领域分类，根据下游类别，分为航空、航天、舰船、兵器和信息化五个子领域。

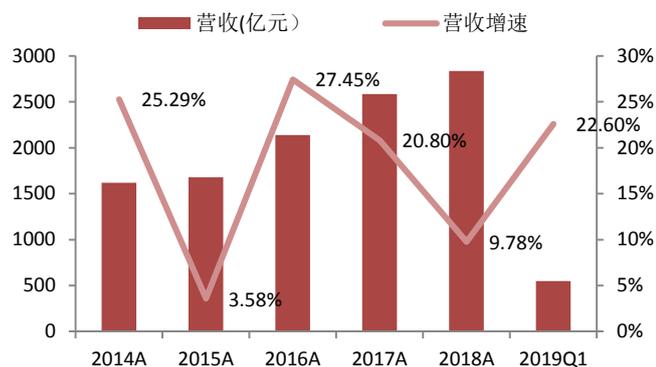
图 1：军工业务占比较高的 65 个标的（红字表示军工集团标的）



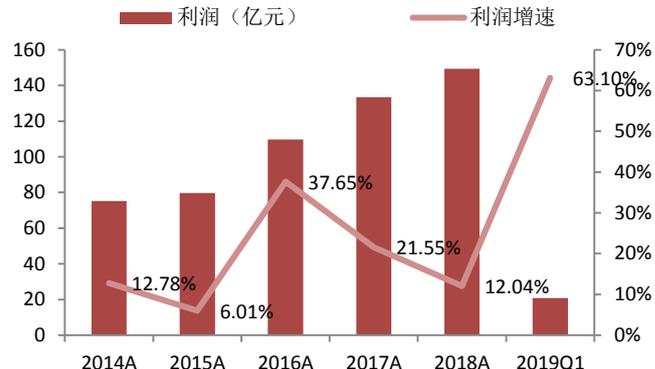
数据来源：东方证券研究所

1.18 年行业增速平稳略降业绩增速分化，19Q1 好转

64 个重点军工标的中，2018 年合计实现营收 2837 亿元，同比增长 9.78%，实现归母净利润 149 亿元，同比增长 12.04%。2019Q1 实现营收 550 亿元，同比增长 22.6%，实现归母净利润 21 亿元，同比增长 63.1%。

图 2：2014~2019Q1 营收和同比增速（未调整）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2014~2019Q1 利润和同比增速（未调整）


数据来源：Wind，东方证券研究所

与过去三年对比，18年营收和利润增速较低，主要由两方面原因导致：

1) 18年军工国企资产重组案例明显少于16~17年，重组带来的业绩增厚十分有限。16和17年军工集团企业资产重组案例多、规模大，尤其是内蒙一机、中航沈飞等交易规模超过70亿元的总装企业，在很大程度上增厚了该两年军工板块的营收和净利润。而18年完成的军工国企资产重组案例较少，规模小，对营收和利润的影响有限。

表 1：2016&2017 年发生资产重组的主要公司

公司	收购资产类别	收购完成时间	收购资产金额	调整前营收增速	调整后营收增速	调整前利润增速	调整后利润增速
内蒙一机	购买北方机械及一机集团主要资产负债	2016.12.14	71 亿	402%	0%	-976%	36%
航天电子	购买航天时代、陕西导航等资产	2016.10.25	30 亿	106%	5%	80%	25%
中国动力	购买广瀚动力、齐耀重工等资产	2016.4.30	139 亿	261%	24%	513%	16%
四创电子	购买 38 所旗下博微长安资产	2017.5.11	11 亿	66%	27%	56%	-7%
中国动力	增持武汉船机	2017.8.12	1 亿	12%	4%	12%	12%
中国海防	购买中船重工旗下长城电子资产	2017.10.14	4 亿	33%	16%	1023%	89%
杰赛科技	购买远东通信、电科导航、中网华通、华通天畅、东盟导航资产	2017.10.17	17 亿	122%	17%	90%	6%
中航沈飞	收购沈飞资产	2017.11.23	80 亿	1586%	9%	2446%	26%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：2018 年发生资产重组的主要公司

公司	收购资产类别	收购完成时间	收购资产金额	调整前营收增速	调整后营收增速	调整前利润增速	调整后利润增速
中国动力	火炬控股淄川火炬新区相关净资产	2018.4.28	1 亿	28%	8%	12%	15%
中航机电	宜宾三江机械、新乡航空工业股权	2018.4.4	9 亿	26%	4%	45%	16%
航天发展	收购锐安科技、壹进制、航天开元股份	2018.12.17	14 亿	50%	41%	62%	59%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

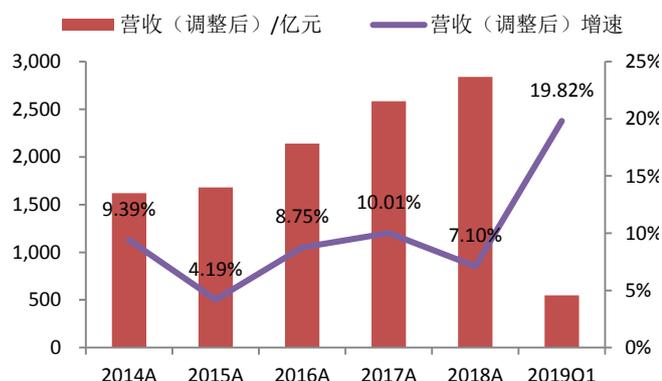
2) 部分民参军企业 2018 年计提大额商誉减值。其中，银河电子、全信股份、北斗星通和华讯方舟商誉减值较多，分别达 10.83 亿、5.08 亿、4.51 亿和 3.21 亿。仅上述四家减值之和就达到了 23.62 亿元，对 18 年军工板块的利润数据产生了重大影响，直接导致整体增速大幅下降。

表 3：18 年商誉减值损失超过 1000 万的公司

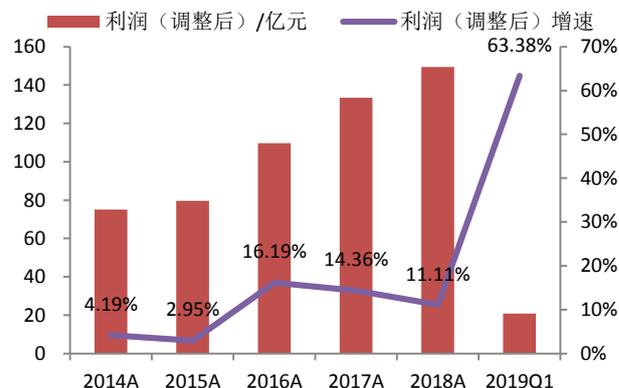
公司	18 年商誉减值/亿元	18 年归母净利润/亿元
银河电子	10.83	-11.67
全信股份	5.08	-2.53
北斗星通	4.51	1.07
华讯方舟	3.21	-4.88
航天彩虹	0.35	2.42
天和防务	0.21	-1.70
航天通信	0.19	2.10
欧比特	0.11	0.95

数据来源：Wind，东方证券研究所

考虑到军工国企重组及个别企业大额商誉减值对业绩的影响，我们将对数据进行两项调整：1) 每一报告期的营收及利润增速采用与上一报告期的调整后数据对比获得，2) 剔除银河电子、全信股份、北斗星通、华讯方舟四家公司，不再纳入分析范围。按照调整后的营收利润计算，16A、17A、18A、19Q1 整个军工板块的营收增速分别为 8.75%、10.01%、7.10%、19.82% (对应调整前 27.81%、20.40%、9.53%、21.90%)，归母净利润增速分别为 16.19%、14.36%、11.11%、63.38% (对应调整前 44.23%、19.45%、-5.40%、55.39%)。在本章的后续分析中，我们对调整后的标的进行财务分析。

图 4：2014~2019Q1 营收和同比增速（调整后）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2014~2019Q1 利润和同比增速（调整后）


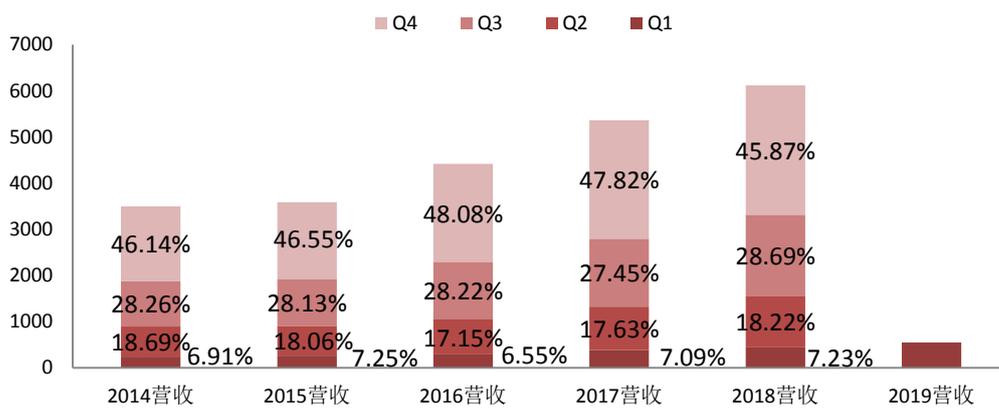
数据来源：Wind，东方证券研究所

从以上两图，可以看出 2018 年军工板块的整体营收和利润增速与 16~17 年相比有所下滑。我们认为主要是 (1) 由于产值、交付等因素订单好转在报表上延迟体现：18 年，“军改”对订单等的影响逐步消除，订单情况较 16~17 年有好转，由于产值、交付等因素，军工订单层面的改善尚未

在营收端得到充分体现，有一定的延迟；（2）部分中上游 Q4 收入确认延迟到 2019Q1：部分中上游公司收入确认延迟，部分收入延迟到今年 Q1 确认。

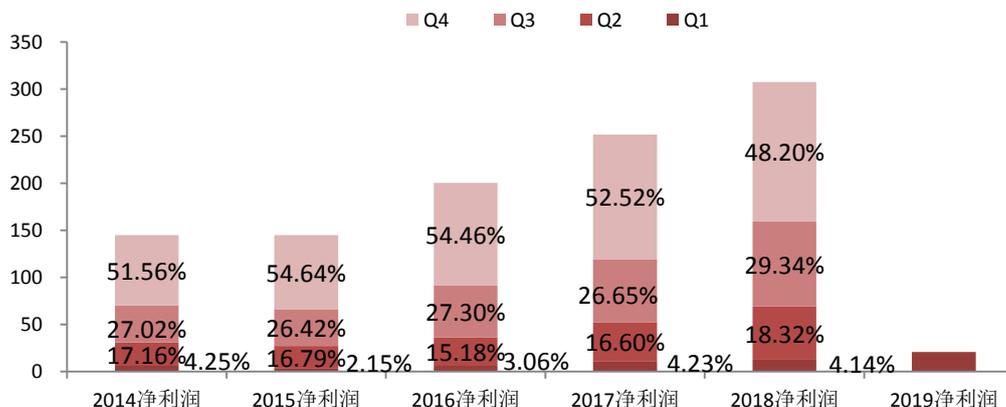
而 2019Q1 营收和利润增速很高主要有以下几个原因：（1）18 年 Q4 收入确认延迟及订单加速释放：部分企业 18 年 Q4 收入确认延迟到 2019Q1，年底开展的“五清”（“清计划、清合同、清资质、清经费、清价格”）专项活动，相关子领域的订单释放加速。（1）航空系公司从 18 年起持续推进“均衡生产”，一季度交付和收入确认同比明显提高；（3）Q1 基数较低，同比数据弹性大：Q1 在全年的营收和利润占比均较低，18 年 Q1 基数小，同比数据变化大。

图 6：2014A~2019Q1 营收及各季度占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2014A~2019Q1 净利润及各季度占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

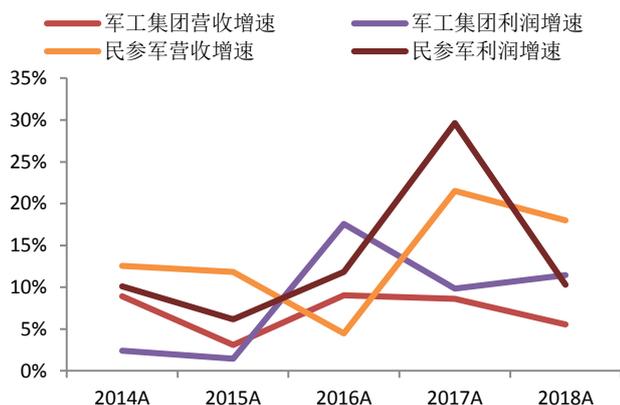
1.1 18 年军工集团和民参军利润增速分化，19Q1 营收利润增速均明显回升

从年度数据看，18 年军工集团和民参军营收增速基本平稳略有下滑，利润增速在不同所有制出现分化：军工集团略有回升，民参军企业明显下滑。从历史数据看，2016 年以来板块营收及利润增速波动性上升。集团军工企业营收增速基本维持平稳，利润增速在 16 年后基本维持在 10%~15%

区间波动，18年由于三费率的下降低利润增速回升。而民参军企业18年利润增速小于营收增速，主要由于财务费用、管理费用和减值损失的增加。

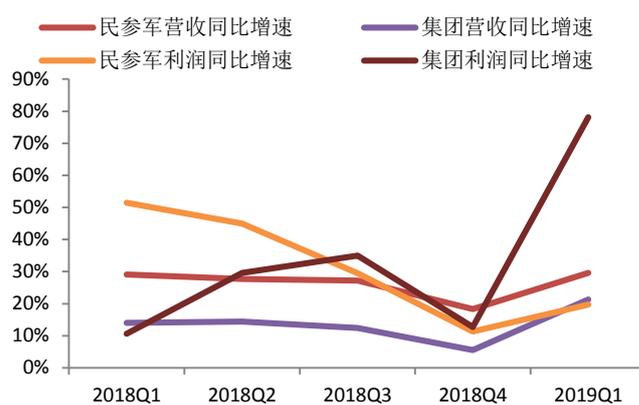
逐季看，减值计提导致民参军利润增速下滑，集团军工19Q1利润增速提升快。整体看，18Q4增速在全年处于较低水平，或由于均衡生产推行后原在四季度集中交付的产品已在前三季度确认，导致单四季度在全年营收占比降低。民参军利润增速的逐季下滑，主要源于减值损失的增长以及年末计提大量的商誉减值。

图 8：按所有制分类营收及利润增速（年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：按所有制分类营收及利润增速（Q1）

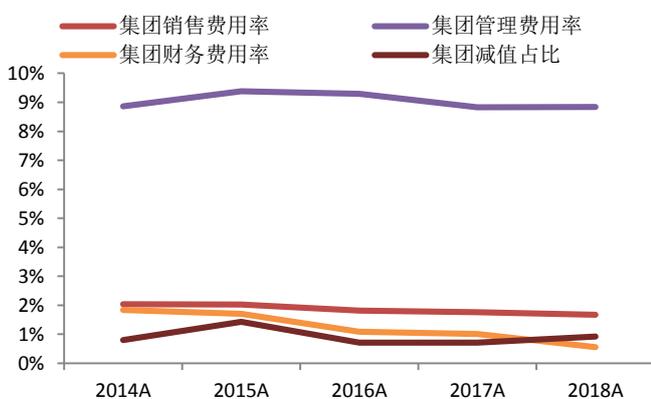


数据来源：Wind，东方证券研究所

财务费用和管理费用的持续下降是导致集团军工企业利润增长较快的原因之一。集团军工企业的财务费用率从2014年的1.84%，下降至2018年的0.55%。管理费用率从近几年高点（2015年）的9.38%下降至2018年的8.84%。军工央企的三费率从近年高点的13.10%下降到11.07%，降低了2.07%，一方面说明军工央企在深化改革、提升经营质量方面取得了进步，未来在降低费用率方面仍有潜力；另一方面说明随着资金拨付逐渐到位，军工央企现金流持续好转。

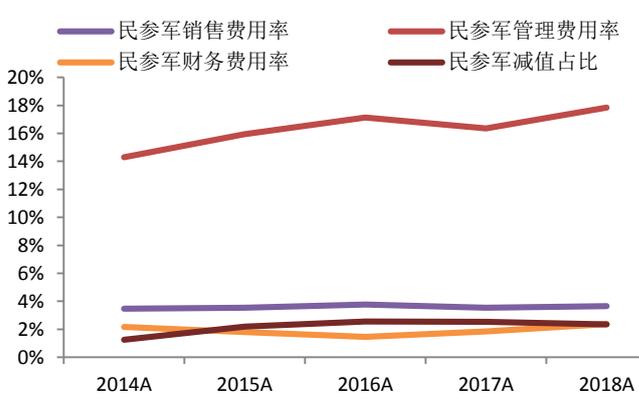
财务费用和管理费用的持续增长是导致民参军企业利润增速下滑的原因之一。自16年以来民参军企业的现金流相对较紧，财务费用率从低点16年的1.36%增长至2018年的2.26%；而管理费用率也从低点14年的14.43%提升到18年的17.99%，研发支出的增长是主要原因之一。

图 10：集团三费率及资产减值占比

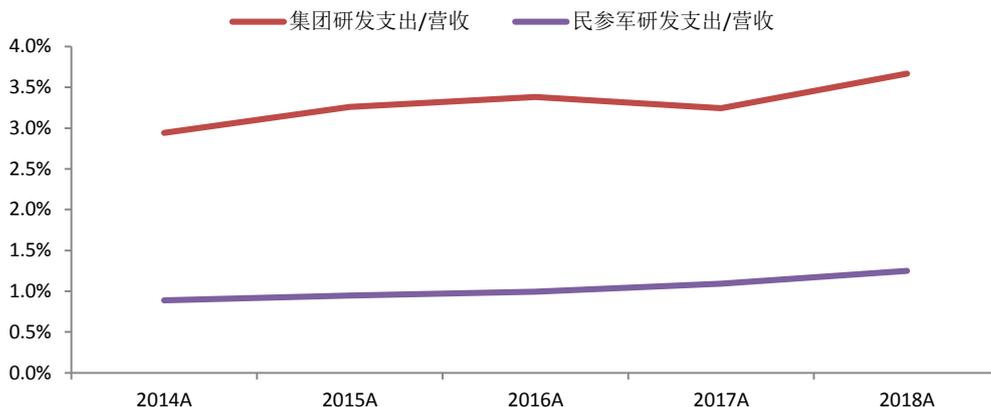


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：民参军三费率及资产减值占比



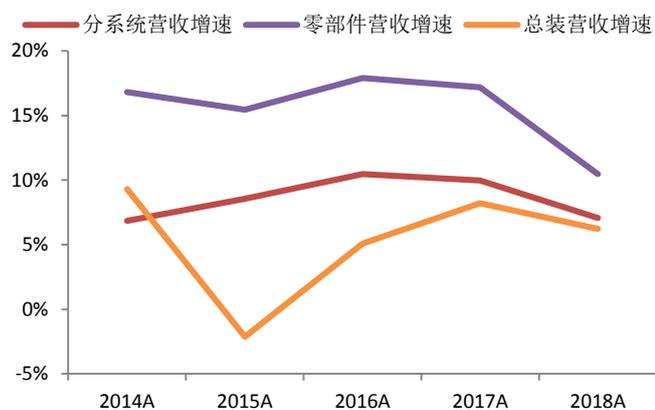
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：按所有制分研发支出占比营收


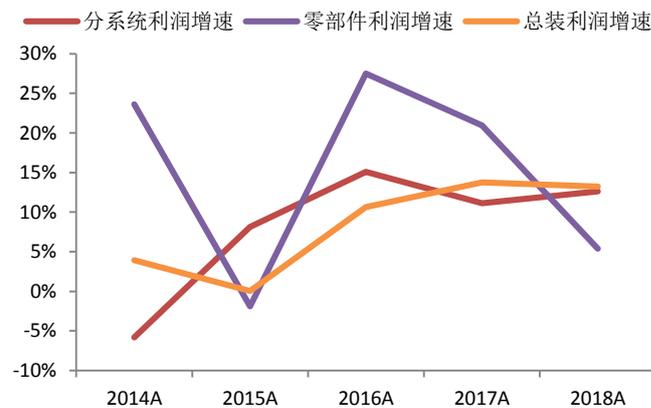
数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 18 年总装企业利润增速高，上游元器件营收逐季度改善

从年度看，2018 年三个产业链层级的军工企业增速出现不同程度的下滑，零部件层级下滑较为明显。零部件层级企业的营收及增速下滑相对更为明显，主要由于下游军工央企去杠杆、压两金（存货和应收账款对资金的占用），上游公司的收入确认延迟导致，部分公司的收入确认推迟到 19Q1 兑现。

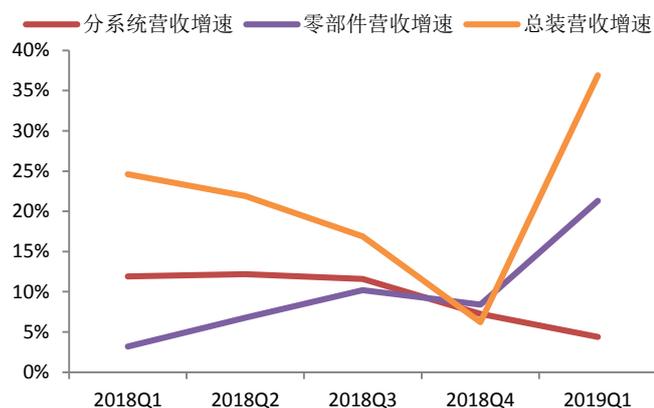
图 13：按产业链分类营收增速（年度同比）


数据来源：Wind，东方证券研究所

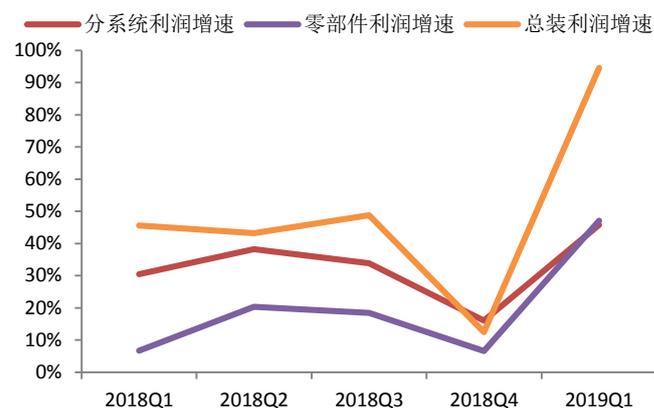
图 14：按产业链分类利润增速（年度同比）


数据来源：Wind，东方证券研究所

逐季看，三个产业链层级军工企业分化较为明显。1) 总装层级：Q1~Q4 增速逐季下滑，或由于均衡生产所致，但 19Q1 增速相比 18Q1 仍有大幅提升，预计 19 年整体增速水平将在 18 年之上。2) 分系统层级：整体增速较为平稳，除 18 年底交付延迟导致 Q4 增速下滑外，总体季度性差异不大。3) 零部件层级：虽然 18 年增速下滑，但年内营收逐季改善，19Q1 增速进一步提升至 19%，2019 年有望实现更高增长。

图 15：按产业链分类营收增速（季度同比）


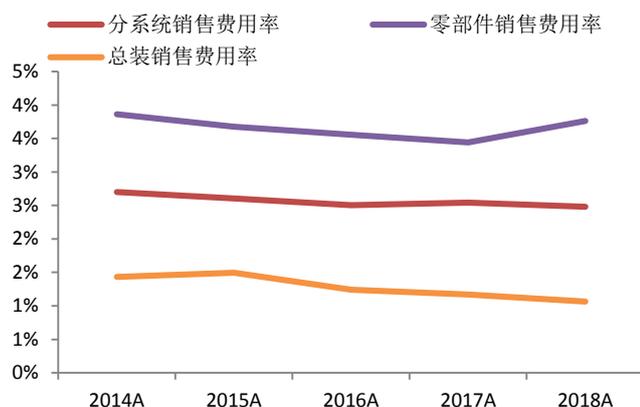
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：按产业链分类利润增速（季度同比）


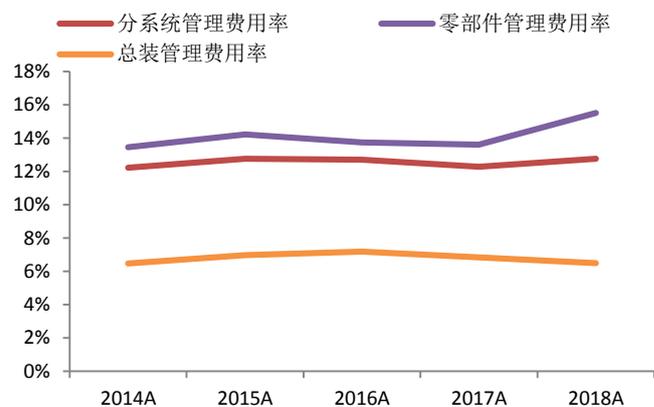
数据来源：Wind，东方证券研究所

2018 年管理费用率和减值损失占比的提升是导致零部件层级军工企业利润增速下滑的主要原因。 18 年零部件层级军工企业的管理费用率和减值损失占比分别为 15.51%和 3.01%，相比 17 年的 13.61%和 1.90%分别提高了 1.90 和 1.11 个百分点。

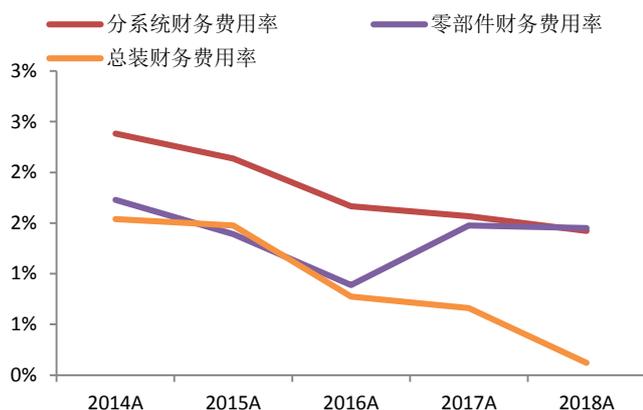
2014 年以来，总装和分系统层级财务费用率持续下降，18 年达到最低点。 18 年总装和分系统层级财务费用率分别为 0.12%和 1.42%，相比 14 年的 1.54%和 2.38%分别降低了 1.42 和 0.96 个百分点。这是近年来总装和分系统军工企业利润增速持续高于营收增速的主要原因。

图 17：按产业链分类销售费用率


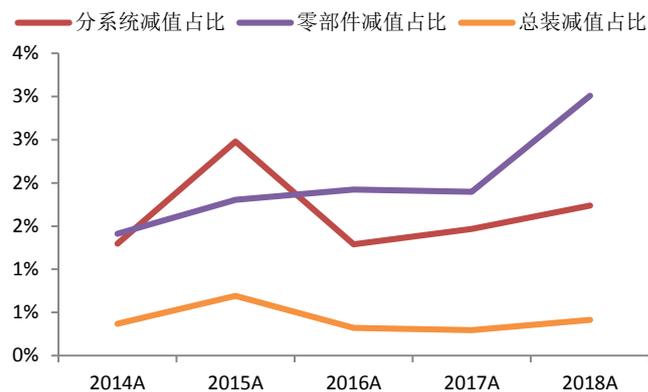
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：按产业链分类管理费用率


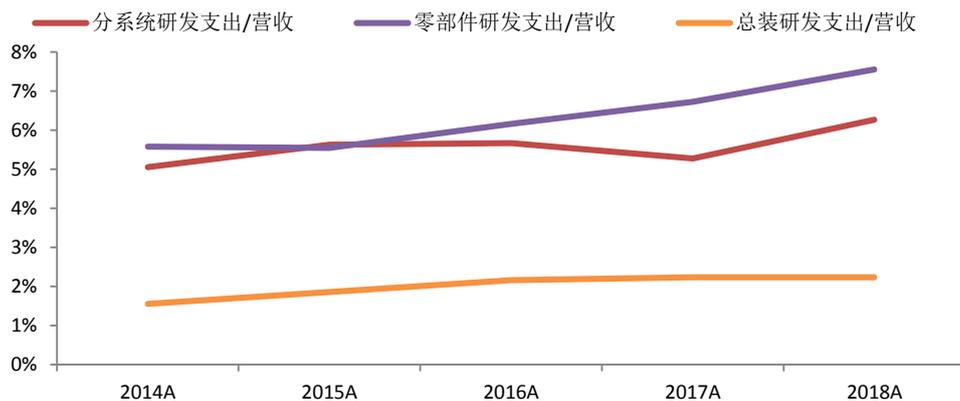
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 19：按产业链分类财务费用率


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：按产业链分类减值损失占比


数据来源：Wind，东方证券研究所

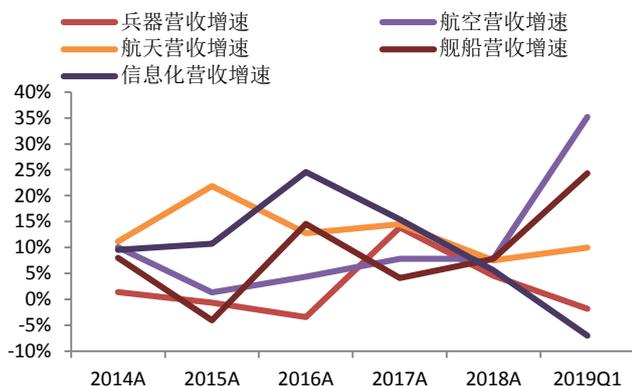
图 21：按产业链分研发支出占比营收


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3 信息化、航空、航天增速高

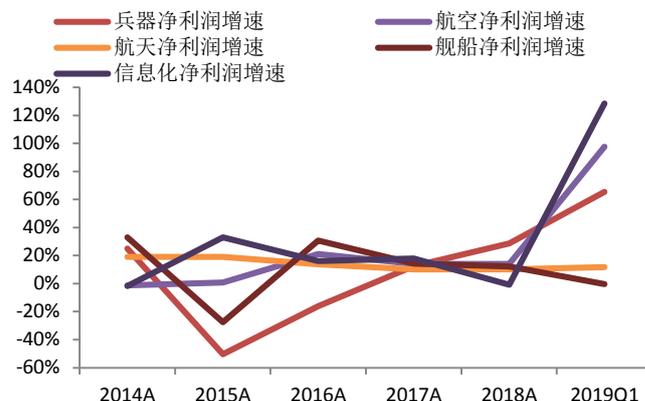
按不同下游分类：近年来，信息化、航天和航空三大板块增速整体处于行业较高水平。19Q1，信息化、航空、兵器利润增速反弹较为明显。我们认为航空、航天依然是十三五国防军工的主要发展领域，同时持续推进装备的信息化建设。营收和利润的不同步增长与军工行业收入确认和费用发生的季度性差异有关。

图 22：按下游分类营收增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：按下游分类利润增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

2.18 年现金流向上游传导，民参军企业 19 年财务费用率有望下降

在军品订单增加、生产任务较重的年份，由于资金拨付和产品交付问题，中上游及民参军企业或多或少存在回款滞后和存货较多的状况，现金流多少受到一定程度的影响。为研究各产业链层级上市公司的现金状况并分析军工集团财务费用率持续下降的原因，我们选择“销售收现比”和“经营性现金流净值”的指标来对军工板块企业进行跟踪。

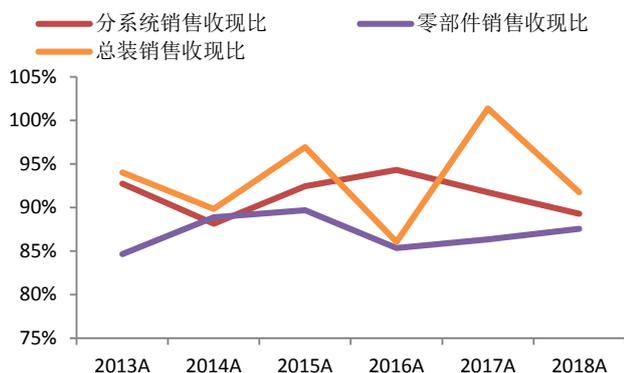
总结历史数据我们发现如下规律：1) 军工行业经营性现金流净值全年前低后高，五年计划前低后高。2) 现金流改善时，从总装向分系统及零部件层级传导，从军工集团向民参军传导，3) 第一年现金流状况与第二年的财务费用率有较高的关联度。

2.1 不同产业链层级现金流分化，上游现金流改善

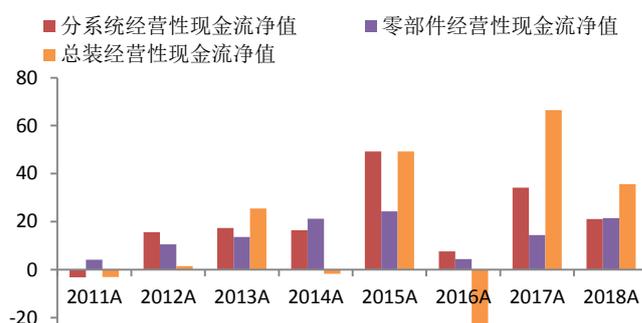
总装企业 18 年销售收现比和经营性现金流净值降低。总装企业销售收现比 17 年提升至 101.39%后，18 年再次回落到 91.74%。由于总装企业净利率较低（5%以内），91.74%的销售收现比意味着覆盖成本和费用较困难，一定程度上反应出去年行业回款较差，现金流偏紧。18 年总装军工企业的经营性现金流净值之所以依然为正，或与同年原料采购的减少有关，从而导致了上游供应商更低的营收增速。

分系统企业 18 年销售收现比和经营性现金流净值平稳略降。分系统处于产业链中游，因此现金流状况总体介于总装和零部件之间。18 年不同产业链层级军工企业的销售收现比由高到低分别是总装、分系统、零部件，但差距相对 17 年明显缩小。18 年分系统企业经营性现金流净值下降，降幅低于总装企业。

零部件企业 18 年销售收现比和经营性现金流净值上升。零部件企业是三个层级军工企业中 18 年唯一出现现金流改善的，销售收现比和经营性现金流净值均实现小幅提升。综合产业链各层级现金流情况，可以推测是中下游军工企业向上游现金拨付增加所致，即由下游至上游的现金流传导。

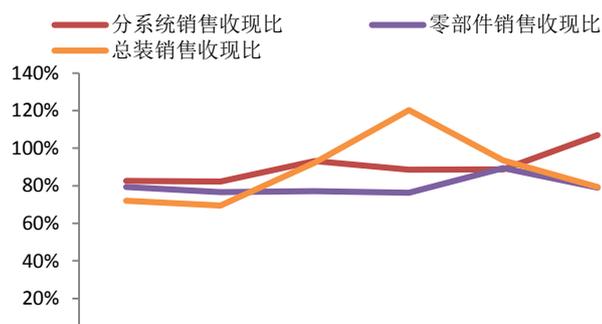
图 24：按产业链分类销售收现比情况（年度）


数据来源：Wind，东方证券研究所

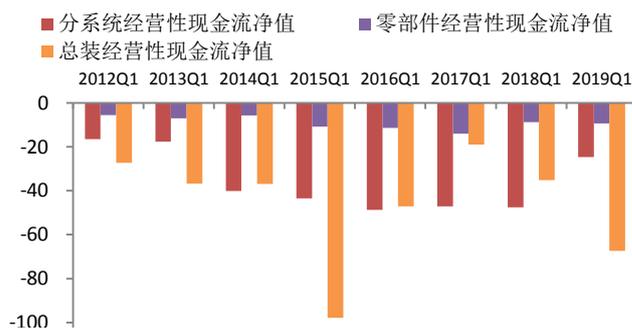
图 25：按产业链层级分类经营性现金流净值（年度）


数据来源：Wind，东方证券研究所

19Q1 分系统军工企业现金流改善，总装及零部件略有下降。对于军工行业 Q1 为全年生产的启动阶段，采购备货会相对更多，因此经营性现金流表现为负数。

图 26：按产业链分类销售收现比情况（Q1）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 27：按产业链层级分类经营性现金流净值（Q1）


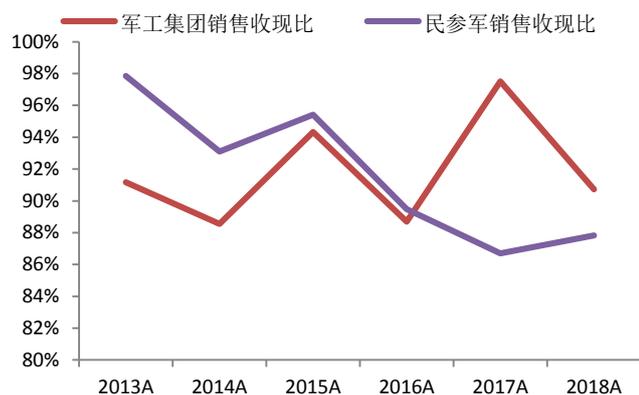
数据来源：Wind，东方证券研究所

我们认为 19 年中上游企业财务费用率有望平稳略有下降。分产业链军工企业第一年的现金流状况与第二年的财务费用率表现出较高的关联度。根据 18 年零部件企业以及 19Q1 分系统企业的现金流状况的改善，我们认为 19 年中上游军工企业的财务费用率上行压力不大。

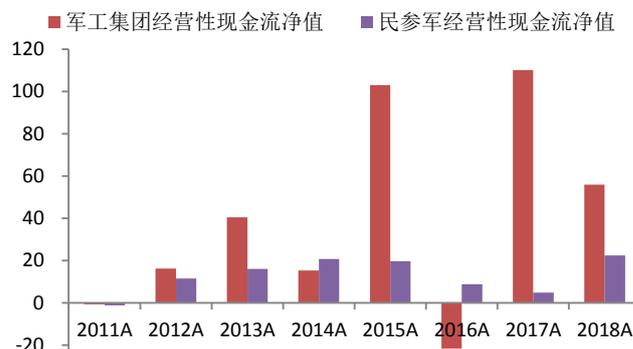
2.2 18 年民参军现金流从持续恶化转向平稳回升

军工集团 18 年销售收现比和经营性现金流净值降低。由于军工集团中总装企业的权重较高，因此在综合统计现金流状况时，军工集团的表现与总装企业较为类似。集团军工企业 18 年的销售收现比和经营性现金流净值均出现较为明显的下降。

民参军现金流指标自 16 年来持续恶化后，18 年逐步好转。由于民参军企业多数处于产业链中上游，因此军工集团和民参军之间也同样存在一定的现金流传导关系，同时所有制的不同一定程度上加强了这一现象。与同层级的央企配套企业相比，上游民参军企业在回款方面相对弱势，其现金流更困难一些。通过数据分析也可以发现，17 年军工集团现金流的改善并没有立即在民参军企业体现，该年民参军企业的销售收现比和经营性现金流净值延续下滑趋势。直到 18 年民参军企业的销售收现比和经营性现金流净值才不在恶化，企稳回升。

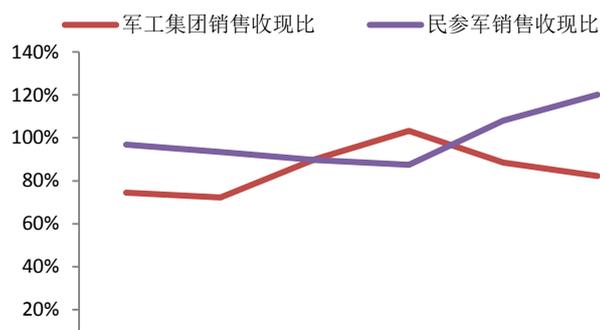
图 28：按所有制分类销售收现比情况（年度）


数据来源：Wind，东方证券研究所

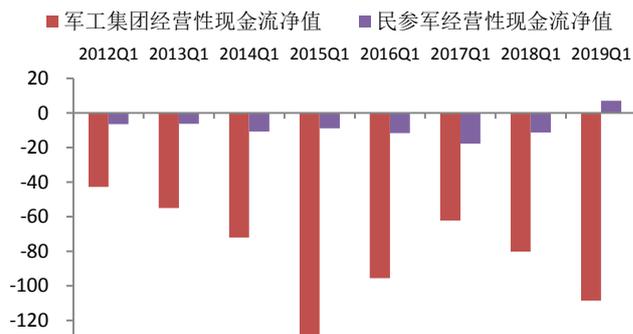
图 29：按所有制分类经营性现金流净值（年度）


数据来源：Wind，东方证券研究所

19Q1 民参军企业现金流状况进一步改善。19Q1 集团军工和民参军企业的现金流表现基本延续了 18 年的趋势，民参军企业的销售收现比继续提升并超越军工集团，经营性现金流净值历年来首次为正，现金流状况进一步改善。

图 30：按所有制分类销售收现比情况（Q1）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 31：按所有制分类经营性现金流净值（Q1）


数据来源：Wind，东方证券研究所

我们认为 19 年民参军企业财务费用率有望好转。结合财务费用率分析，可以发现集团军工企业 15 和 17 年较高的现金流净值对应了 16 和 18 年财务费用率的明显下降。而民参军企业 16、17 年现金流净值的持续降低，对应了 17、18 年财务费用率的持续提升。17 年集团军工的现金流改善在 18 年传导至民参军企业，目前民参军的经营性现金流净值处于历年最高水平，我们认为 19 年民参军企业财务费用率有望好转。

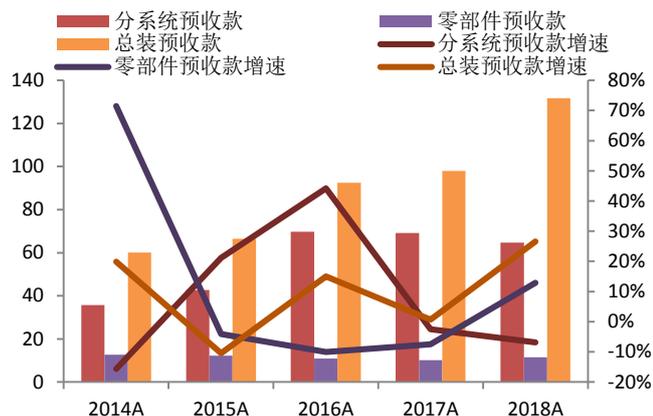
3.18 年下游预收款大增，预示订单饱满、生产任务重

为研究军工行业订单、库存、回款以及投资扩产情况，我们分别选择了预收账款、存货、应收账款、及在建工程四个财务指标进行年度统计和分析。总体来看，**1、18 年总装企业预收款大增，说明订单饱满、生产任务重，行业高景气加速；2、上游零部件企业 在建工程增速提升，或是扩充产能和技术升级，提高生产能力。**

3.1 18年总装企业预收款大增，零部件企业在建工程增加

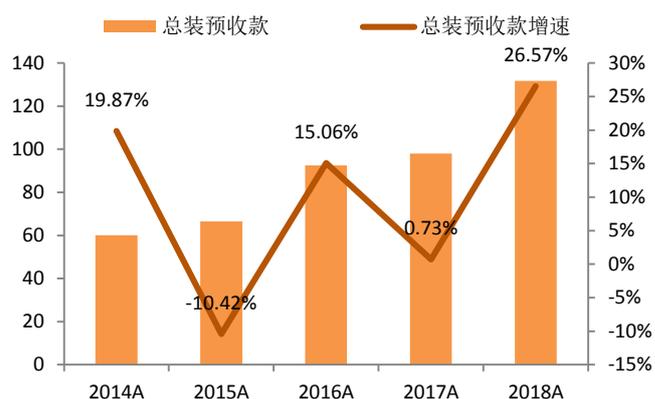
18年总装及零部件企业预收账款出现较大幅度的增长。尤其是总装企业18年预收账款实现26.57%的增长，远高于17年的0.73%。由于总装企业直接向军队供货，因此总装企业预收账款的高增长往往对应军方的订单高增长。16、17、18三年总装企业预收账款的复合增长率为25.63%，高于同期营收19.12%的复合增长率，说明订单的好转在报表上可能延迟体现。预计19年军工行业的营收增速有望回升。

图 32：按产业链层级分，预收款及增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

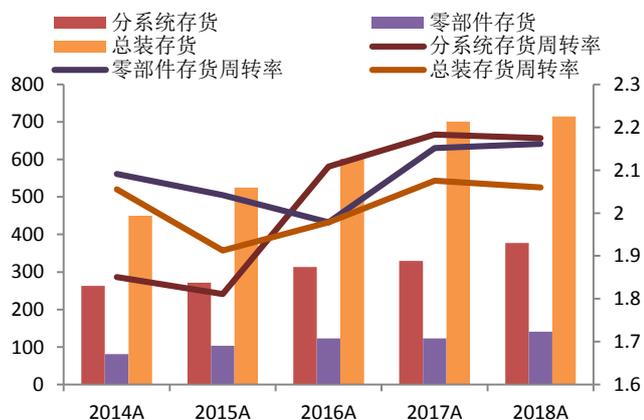
图 33：按产业链层级分，存货及周转率



数据来源：Wind，东方证券研究所

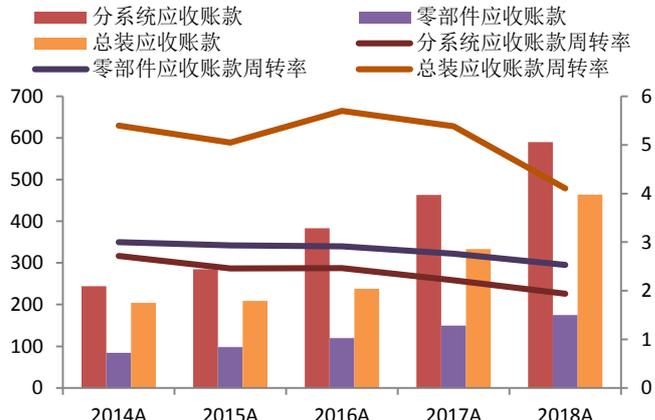
18年存货周转率整体处于平稳较高水平，总装企业应收账款周转率下降。总装、分系统、零部件三个层级存货周转率的高水平说明十三五期间企业“降两金”在存货端取得了成效。应收账款方面，分系统和零部件层级企业18年周转率平稳微降，总装企业下降较为明显，说明下游回款进度落后于营收的增长。

图 34：按产业链层级分存货及周转率



数据来源：Wind，东方证券研究所

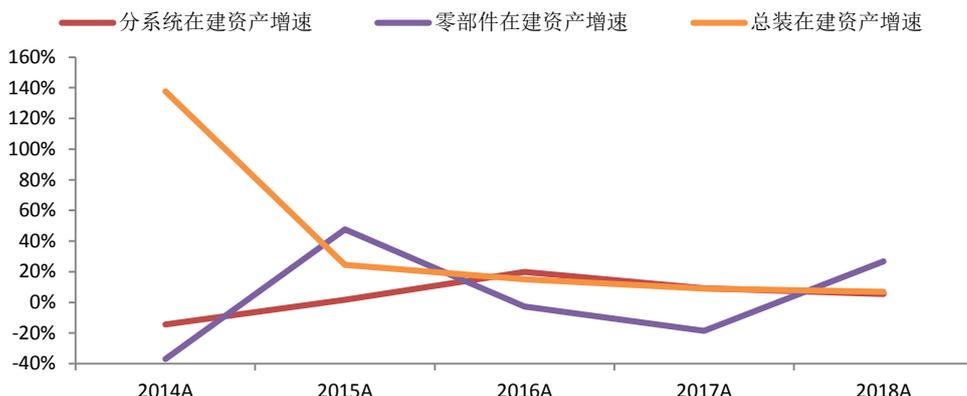
图 35：按产业链层级分应收账款及周转率



数据来源：Wind，东方证券研究所

18年总装企业在建工程增速下降，零部件企业增速回升。零部件企业在建工程波动较大，18年增速提升至26.67%。零部件层级企业作为装备生产的基础环节，其在建工程的扩增，或是通过提升产能和技术改造项目实现，一定程度上意味着下游订单增加、景气提升做准备。

图 36：按产业链层级分在建工程增速

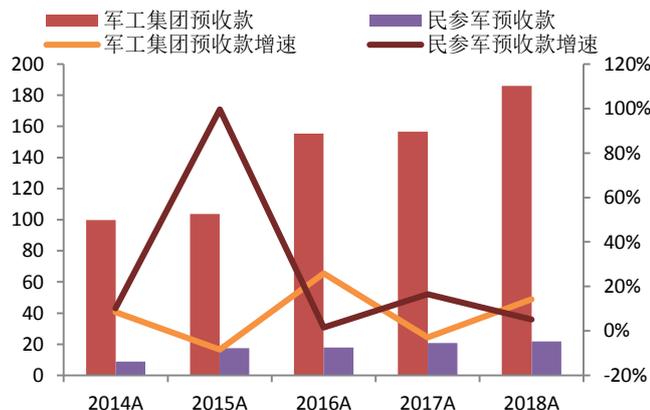


数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 军工集团预收款保持高位

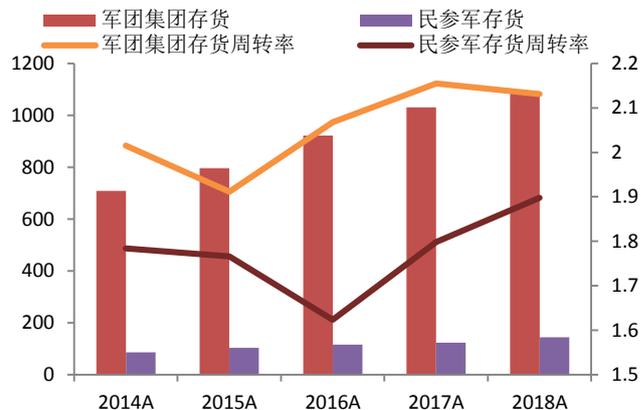
十三五军工集团预收款持续保持高位，18年进一步实现14.18%的增长，说明行业订单情况良好。十三五期间军工集团和民参军企业存货周转率持续提升，说明企业“降两金”取得一定成效。

图 37：按所有制分预收账款及增速情况



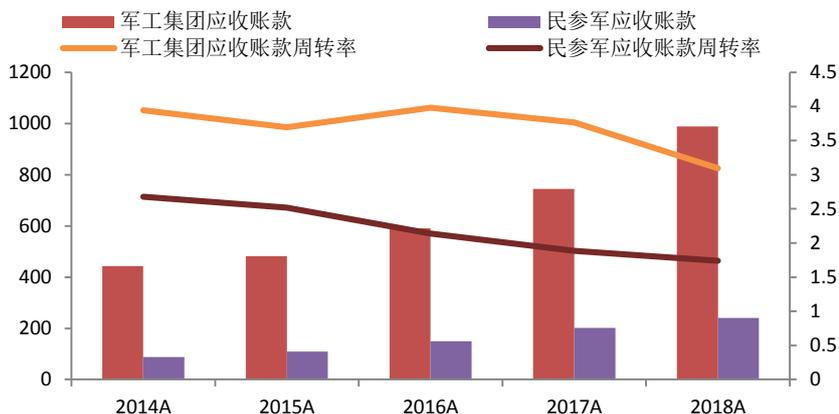
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：按所有制分存货及周转率情况



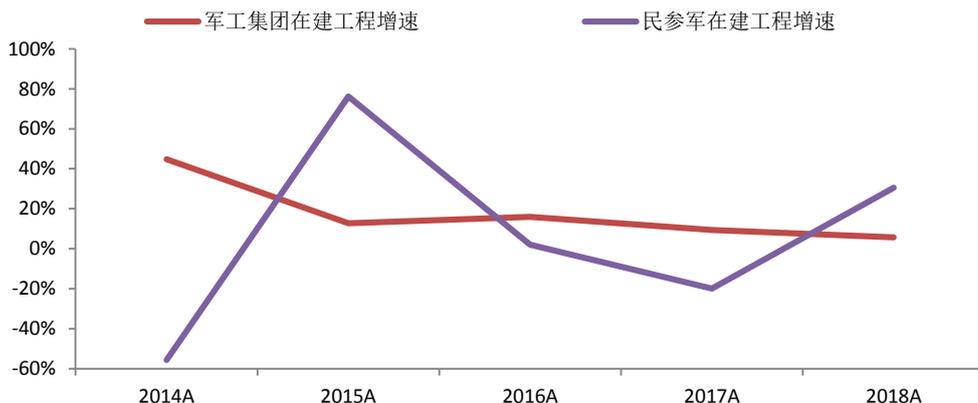
数据来源：Wind，东方证券研究所

18年军工集团及民参军企业应收账款周转率均有所下降，军工集团下降更为明显。一定程度上反映出去年行业回款较差，应收账款积压较多。说明17年军工集团和18年民参军企业销售收现比的提升主要源于预收账款的增长，而非应收账款的压降。

图 39：按所有制分应收账款及周转率情况


数据来源：Wind，东方证券研究所

18 年军工集团在建工程增速下降，民参军增速上升。相比军工集团在建工程增速的平稳回落，民参军波动较大，18 年增速提升至 30.61%，说明下游需求扩大，民参军企业提前扩增产能以满足客户需求。

图 40：按所有制分在建工程增速


数据来源：Wind，东方证券研究所

4.投资建议

2018 年是军工基本面的转折年，总览军工行业核心标的的年报和一季报，我们发现军工行业订单层面的好转或由于产值、交付等因素在财务报表体现略有延迟，但 Q1 的高增长一定程度上体现了军工行业的景气状况。此外，从总装企业预收款大增、上游零部件在建工程增速提升，也一定程度上可以看出未来军工任务重、订单饱满，景气加速。此外，2018 年也看到了现金流改善逐步从下游到上游传导，中上游现金流未来两年有望改善从而带动降低财务费用率，带来业绩的提升。2019 年是“十三五”的倒数第二年，也是十三五任务的落地期，订单和项目加速落实，预计 19~20 年军工行业景气度有望上行，叠加军工行业资金拨付等有望持续好转，军工企业的业绩有望迎来加速发展。

我们建议关注两条主线，**第一条是航天航空领域的军工核心资产**。整体看，航天航空领域景气度高，2018年发射次数创新高，航天重点项目持续推进，加速迈向航天强国；航空领域，主机厂2018年预收款显著增加，新型号加速装备。建议关注航空主机厂中直股份、中航沈飞、航发动力、中航飞机；以及核心分系统/零部件公司，如航天电器、中航光电、振华科技、中航机电、航天电子、中航电子等。

第二条是从事信息化领域的民参军企业。在国防信息化建设的大背景下，信息化领域的军工企业一直增速较快。过去两年，信息化公司受“军改”影响较大，一些子领域订单从18年年底才逐渐恢复。预计未来两年，信息化领域的公司业绩弹性较大，建议关注信息化领域的技术实力强，竞争优势大的公司，如航天发展、火炬电子、航新科技、振芯科技、金信诺、红相股份等公司。

5.风险提示

军工订单及收入确认的进度不及预期：军工行业的采购、生产和交付进度具有一定的不确定性，因此军工企业的订单及收入确认情况可能不及预期；

新型武器装备研发进度不及预期：新型武器装备系统复杂，涉及多个技术领域，技术要求高，研发难度大且周期长，其实际的研发进度可能低于预期。

6.附录：64 个标的财务概况

表 4：64 个标的 18A&19Q1 财务概况（亿元）

公司	18 营收	同比	18 利润	同比	19Q1 营收	同比	19Q1 利润	同比
炼石航空	16.03	112.89%	0.25	-57.59%	5.41	59.07%	-0.31	21.14%
航天彩虹	27.19	87.93%	2.42	29.51%	5.41	19.65%	0.06	-55.71%
航新科技	7.55	59.40%	0.5	-24.58%	2.33	207.24%	0	-84.73%
航天发展	35.16	49.61%	4.48	62.34%	7.54	45.62%	1.03	29.36%
光威复材	13.64	43.63%	3.77	58.76%	4.35	60.35%	1.58	82.88%
大立科技	4.24	40.46%	0.55	81.95%	0.7	32.50%	0.12	470.46%
北斗星通	30.51	38.41%	1.07	1.66%	5.91	-5.29%	-0.17	-513.74%
菲利华	7.22	32.41%	1.61	32.39%	1.75	32.14%	0.28	32.21%
钢研高纳	8.93	32.25%	1.07	83.49%	2.99	85.21%	0.32	54.76%
景嘉微	3.97	29.71%	1.42	19.74%	0.88	44.18%	0.21	46.38%
雷科防务	9.94	29.57%	1.36	11.19%	1.73	35.60%	0.15	-44.73%
光电股份	24.22	28.43%	0.58	30.51%	2.16	-60.19%	0.04	28.17%
中国动力	296.62	28.14%	13.48	12.13%	70.3	38.90%	1.78	-13.79%
中航机电	116.37	26.05%	8.37	44.51%	24.63	26.40%	0.58	353.64%
中航光电	78.16	22.86%	9.54	15.56%	21.56	45.95%	2.33	39.14%
航天通信	125.06	22.66%	2.1	109.27%	15.77	-43.12%	1.24	-1055.00%
欧比特	9.06	22.62%	0.95	-21.47%	1.86	6.42%	0.23	2.15%
宏达电子	6.36	21.35%	2.23	11.59%	1.87	35.73%	0.55	30.07%
海特高新	5.16	21.02%	0.64	86.36%	1.5	44.97%	0.39	9.80%
泰豪科技	61.27	20.13%	2.62	4.07%	12.36	23.43%	0.55	21.85%
耐威科技	7.12	18.65%	0.95	95.25%	1.33	-5.44%	0.12	99.67%
宝钛股份	34.1	18.56%	1.41	556.74%	11.5	65.50%	0.29	-455.18%
瑞特股份	4.89	17.68%	1.08	0.51%	0.96	7.61%	0.14	-42.44%
全信股份	6.48	14.33%	-2.53	-305.64%	1.24	-10.74%	0.24	-20.22%
安达维尔	4.99	13.54%	0.55	-38.26%	0.63	18.50%	-0.11	9.99%
中航电测	13.88	11.87%	1.56	20.66%	3.21	5.28%	0.31	32.15%
上海瀚讯	4.26	10.28%	1.03	52.15%	0.43	174.84%	-0.05	-69.23%
七一二	16.26	9.45%	2.25	15.80%	2.66	25.27%	0.08	160.18%
中航电子	76.43	8.83%	4.79	-11.63%	12.63	39.91%	-0.37	-37.12%
航天电器	28.34	8.50%	3.59	15.27%	6.72	39.45%	0.78	20.01%
中直股份	130.66	8.44%	5.1	12.07%	23.87	11.50%	0.79	11.50%
中航飞机	334.68	7.69%	5.58	18.38%	63.75	21.42%	0.39	46.13%
航发控制	27.46	7.56%	2.59	19.15%	6.14	11.51%	0.67	15.70%
火炬电子	20.24	7.21%	3.33	40.71%	4.64	23.53%	0.72	31.13%
新余国科	2.14	6.77%	0.74	65.46%	0.41	4.75%	0.06	9.01%

高德红外	10.84	6.61%	1.32	125.98%	1.77	19.33%	0.06	262.36%
天奥电子	8.64	5.35%	0.97	4.93%	0.41	23.29%	-0.15	-9.58%
杰赛科技	62.68	4.86%	0.14	-93.17%	11.09	13.31%	0.26	-22.85%
航发科技	23.64	4.67%	-3.03	-746.47%	4.85	26.11%	-0.23	99.36%
奥普光电	3.85	4.43%	0.41	6.06%	0.8	-1.77%	0.09	1.34%
四创电子	52.46	3.75%	2.57	27.82%	2.99	2.12%	-0.58	-1.98%
中兵红箭	49.54	3.73%	3.47	175.52%	10.52	15.23%	0.72	-14.48%
航天电子	135.3	3.65%	4.57	-12.98%	26.94	0.68%	0.86	-13.65%
中航沈飞	201.51	3.55%	7.43	5.16%	50.85	191.27%	1.98	-989.37%
中国卫星	75.83	2.68%	4.18	1.96%	13.31	4.45%	0.65	8.35%
内蒙一机	122.67	2.50%	5.34	1.67%	16.74	9.03%	1.37	126.96%
航发动力	231.02	2.43%	10.64	10.82%	33.4	20.36%	0.04	-106.77%
北方导航	19.99	2.22%	0.5	4.76%	1.58	-11.75%	-0.04	-65.22%
新研股份	18.8	1.39%	2.97	-26.67%	0.86	-56.09%	-0.5	-199.79%
烽火电子	12.24	0.58%	0.87	24.10%	1.73	-2.28%	-0.18	-6.22%
振芯科技	4.44	0.54%	0.16	-47.05%	1.01	-1.87%	0.03	-86.82%
晨曦航空	1.74	-2.21%	0.65	33.12%	0.24	37.51%	0.03	-349.12%
中国海防	3.51	-3.36%	0.67	-17.33%	0.58	14.14%	0.11	278.40%
中航重机	54.44	-3.86%	3.33	102.49%	12.01	13.15%	0.29	8.18%
长城军工	14.3	-4.00%	0.98	-15.05%	1.35	6.41%	-0.4	7.47%
洪都航空	24.18	-4.44%	1.48	383.59%	2.8	13.68%	-0.45	142.53%
爱乐达	1.28	-5.76%	0.68	-7.00%	0.35	85.16%	0.24	162.94%
银河电子	15.19	-6.47%	-11.67	-722.91%	2.95	-14.28%	0.35	-12.73%
国睿科技	10.43	-9.63%	0.38	-77.68%	2.06	17.69%	0.17	-1.55%
卫士通	19.31	-9.64%	1.2	-28.90%	1.65	14.35%	-0.79	-7.55%
中航高科	26.53	-12.86%	3.04	263.85%	6.83	-3.56%	1.14	134.57%
华讯方舟	15.18	-13.74%	-4.88	-472.75%	3.17	-16.09%	-0.21	-218.21%
天和防务	2.64	-25.45%	-1.7	-342.85%	1.65	358.46%	0.22	-272.25%
振华科技	53.38	-33.43%	2.59	27.17%	11.59	-21.72%	1.06	24.08%

数据来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

