

军工行业 2018 年报及 2019 年一季报总结

增长趋势明确，ROE 水平不断提高

推荐（维持）
□ 利润表分析:

1、2018 年继续保持增长趋势: 2018 年军工板块整体实现营业收入 3870.96 亿，同比增长 8.42%，增速有所回升；归母净利润 148.59 亿，同比增长 13.51%，增速有所下降。毛利率为 17.09%，同比减少 0.77 个百分点，期间费用率为 12.08%，同比减少 0.78 个百分点，净利率为 3.73%，同比增加 0.23 个百分点。整体仍保持增长趋势，利润增速快于收入增速主要受益于期间费用的减少。其中实现收入增长的共 56 家企业，占比 76%；实现归母净利润增长的共 52 家企业，占比 70%。

2、2019 年 Q1 增长趋势有所加快: 2019Q1 军工板块整体收入 718.25 亿，同比增长 17.85%，归母净利润 29.98 亿，同比增长 52.93%。毛利率为 16.74%，同比下滑 0.45 个百分点，费用率为 14.03%，同比减少 0.62 个百分点，净利率为 4.16%，同比增加 0.80 个百分点。整体增长趋势有所加快，利润增速快于收入增速主要受益于期间费用的减少。其中实现收入增长的共 54 家企业，占比 73%；实现归母净利润增长的共 52 家企业，占比 70%。

□ 资产负债表分析:

1、2018 年整体资产负债率有所下降: 2018 年军工板块整体资产负债率为 51.34%，同比下降 0.92 个百分点；从细分行业看，跨行业配套的资产负债率最低，为 42.29%，同比增加 2.84 个百分点；船舶板块的资产负债率最高，为 54.77%，同比减少 3.29 个百分点。从企业属性来看，国企资产负债率 53.10%，同比降低 1.28 个百分点；民企资产负债率 35.23%，同比增加 3.89 个百分点。从产业链角度来看，中上游资产负债率 43.66%，同比增加 1.13 个百分点；中下游资产负债率 55.19%，同比降低 1.62 个百分点。

2、兵器板块和跨行业配套预收账款增长明显: 整体板块存货同比增加 0.88%，预收账款同比减少 8.67%，预付账款同比增加 19.64%。从细分行业看，跨行业配套和兵器装备板块的存货和预收账款增长最为明显，存货同比分别增加 16.04% 和 15.62%，预收账款同比分别增加 37.36% 和 74.63%，初步判断跨行业配套和兵器装备板块的订单增长较为明显。

□ 现金流量表分析: 整体现金流情况有所恶化，航天及兵器板块改善明显。 2018 年军工板块经营性现金流和自由现金流出现不同程度的减少，2018 年经营性现金流净额为 102.90 亿，自由现金流为 -49.02 亿，同比分别减少 74.56 和 174.13 亿元。从细分行业看，跨行业配套、航天以及兵器装备板块经营性现金流改善较为明显，跨行业配套和航天板块的自由现金流同比也有所改善。从企业属性看，民企现金流情况好于国企，2018 年民企经营性现金流为 10.48 亿，自由现金流为 14.49 亿，同比均改善。从产业链看，中上游企业现金流较好，两类现金流情况均有所改善。

□ ROE 分析: 盈利能力改善带动 ROE 提升。 军工板块 ROE 在 2015 年之后明显提升，2016-2018 年保持稳定，2015 年为 2.85%，2016-2018 年分别为 3.84%、3.95% 和 3.96%。ROE 提升的主要原因是净利润率的提升和盈利能力的改善，2015-2018 年军工板块净利率分别为 2.10%、3.17%、3.50% 和 3.73%，同期总资产周转率并未出现明显变化，稳定在 0.46 左右，而权益乘数则呈下降趋势。

□ 风险提示: 装备列装速度低于预期，改革进展低于预期

华创证券研究所
证券分析师: 卫喆

电话: 021-20572551

邮箱: weizhe@hcyjs.com

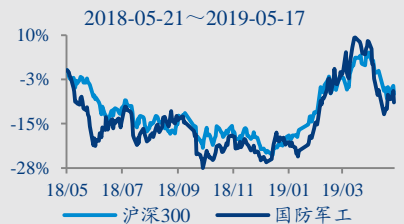
执业编号: S0360518120002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	53	1.47
总市值(亿元)	7,430.81	1.28
流通市值(亿元)	5,782.6	1.36

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-16.29	11.98	-10.44
相对表现	-5.89	-0.02	-3.92


相关研究报告

《军工行业周报 2019 年第 15 期: 混改或将加速, 关注国睿科技重大资产重组进程及海军节临近带来的催化》

2019-04-21

《科创板军工相关公司估值专题》

2019-04-22

《军工行业 2019 年中期投资策略: 基本面持续改善铸坚实之盾, 改革深化落地造锋利之矛》

2019-04-30

目 录

一、利润表分析：2018 年继续保持增长趋势，2019 年 Q1 增速进一步加快.....	5
（一）2018 年：继续保持增长趋势.....	5
（二）2019 年一季报：增长趋势有所加快.....	8
二、资产负债表分析：2018 年整体资产负债率有所下降.....	12
三、现金流量表分析：整体现金流情况有所恶化，航天及兵器板块改善明显.....	14
四、ROE 分析：盈利能力改善带动 ROE 提升.....	15
附录：军工板块各指标排名前十公司梳理.....	17

图表目录

图表 1	近四年军工板块整体营业收入情况	5
图表 2	近四年军工板块整体归母净利润情况	5
图表 3	2018 军工板块营收和归母净利润及其增速	6
图表 4	2018 年军工板块毛利率、费用率及净利率	6
图表 5	军工板块整体毛利率、费用率和净利率	7
图表 6	细分板块毛利率	7
图表 7	细分板块费用率	7
图表 8	细分板块净利率	7
图表 9	不同产权属性毛利率	7
图表 10	不同产权属性费用率	7
图表 11	不同产权属性净利率	8
图表 12	不同产业链环节毛利率	8
图表 13	不同产业链环节费用率	8
图表 14	不同产业链环节净利率	8
图表 15	军工板块整体单季度营业收入情况	9
图表 16	军工板块整体单季度归母净利润情况	9
图表 17	2019Q1 军工板块营收和归母净利润及其增速	9
图表 18	2019Q1 军工板块毛利率、费用率及净利率	10
图表 19	军工板块整体毛利率、费用率和净利率（单季）	10
图表 20	细分板块毛利率（单季）	10
图表 21	细分板块费用率（单季）	11
图表 22	细分板块净利率（单季）	11
图表 23	不同产权属性毛利率（单季）	11
图表 24	不同产权属性费用率（单季）	11
图表 25	不同产权属性净利率（单季）	11
图表 26	不同产业链环节毛利率（单季）	11
图表 27	不同产业链环节费用率（单季）	12
图表 28	不同产业链环节净利率（单季）	12
图表 29	军工板块整体资产负债率（%）	12
图表 30	细分板块资产负债率（%）	12
图表 31	不同产权属性资产负债率（%）	13
图表 32	不同产业链环节资产负债率（%）	13

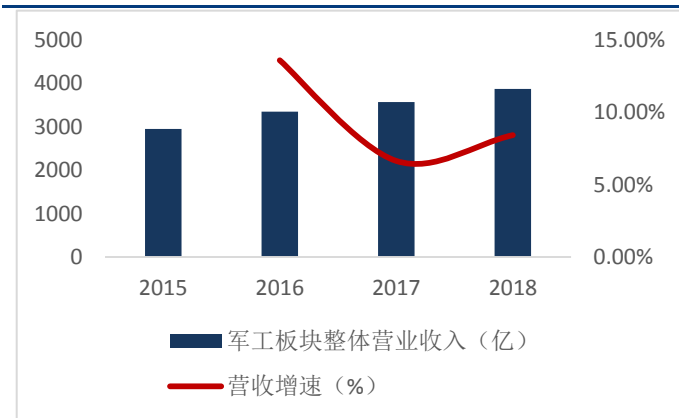
图表 33	2018 年军工板块资产和负债变动	13
图表 34	2018 年军工板块存货、预收及预付变动	13
图表 35	2018 年军工板块固定资产、在建工程、无形资产及商誉变动	14
图表 36	2018 经营性现金流及自由现金流	14
图表 37	军工板块整体 ROE (%)	15
图表 38	军工板块整体净利率	15
图表 39	军工板块整体总资产周转率 (次)	16
图表 40	军工板块整体权益乘数	16
图表 41	细分板块 ROE (%)	16
图表 42	不同产权属性 ROE (%)	16
图表 43	不同产业链环节 ROE (%)	16
图表 44	截至 2019Q1 军工板块市值前十公司	17
图表 45	截至 2019Q1 军工板块总资产规模前十公司	17
图表 46	截至 2019Q1 军工板块净资产规模前十公司	17
图表 47	2019Q1 军工板块资产负债率前十公司	18
图表 48	2018 年军工板块 ROE 前十公司	18
图表 49	2018 年军工板块 ROE 提升幅度前十公司	19
图表 50	2018 年营业收入规模前十大公司	19
图表 51	2019Q1 营业收入规模前十大公司	19
图表 52	2018 年营业收入增速前十公司	20
图表 53	2019Q1 营业收入增速前十公司	20
图表 54	2018 年归母净利润规模前十大公司	21
图表 55	2019Q1 归母净利润规模前十大公司	21
图表 56	2018 年归母净利润增速前十公司	21
图表 57	2019Q1 归母净利润增速前十公司	22
图表 58	2018 年毛利率前十公司	22
图表 59	2019Q1 毛利率前十公司	23
图表 60	2018 年净利率前十公司	23
图表 61	2019Q 净利率前十公司	23

一、利润表分析：2018 年继续保持增长趋势，2019 年 Q1 增速进一步加快

（一）2018 年：继续保持增长趋势

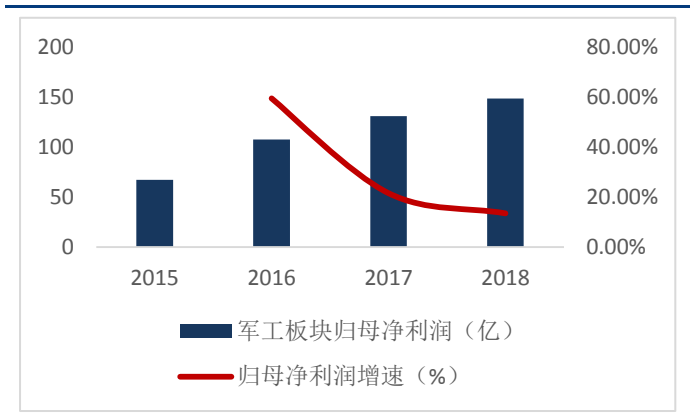
从我们重点关注的 74 家军工企业来看，2018 年实现营业收入 3870.96 亿，同比增长 8.42%，增速有所回升；归母净利润 148.59 亿，同比增长 13.51%，增速有所下降；毛利率为 17.09%，同比减少 0.77 个百分点；期间费用率为 12.08%，同比减少 0.78 个百分点；净利率为 3.73%，同比增加 0.23 个百分点。整体仍保持增长趋势，利润增速快于收入增速，主要受益于期间费用的减少。其中实现收入增长的共 56 家企业，占比 76%；实现归母净利润增长的共 52 家企业，占比 70%。

图表 1 近四年军工板块整体营业收入情况



资料来源：wind，华创证券

图表 2 近四年军工板块整体归母净利润情况



资料来源：wind，华创证券

细分行业来看：

1. 收入方面，各细分行业营业收入均保持了增长，其中航天板块的营收增速最快，为 11.07%。航天板块里航天通信 2018 年营收达到 125.06 亿，营收增速 22.06%，对航天板块营收增长有较大贡献；
2. 归母净利润方面，各细分行业除跨行业配套外，归母净利润均保持了增长，增长最快的为船舶和兵器装备板块，分别增长 223.98% 和 28.54%。船舶板块里 *ST 船舶 2017 年归母净利润 -23.00 亿，2018 年归母净利润 4.89 亿，扭亏为盈拉高了船舶板块的净利润增速。兵器装备板块里中兵红箭利润增加超过 2 亿，对整体板块净利润提升有较大贡献；航空板块净利润同比增长 22.45%，主要是板块整体保持了增长趋势，其中中航高科和洪都航空贡献了较大的业绩增量；航天和跨行业配套净利润同比分别增加 6.48% 和减少 11.37%，跨行业配套利润同比下滑主要是板块里有 9 家企业同比利润有所下降，占比 29%，其中天和防务和华讯方舟下滑最多。
3. 毛利率方面，跨行业配套毛利率水平最高，保持在 30% 左右，航空、航天和兵器装备的毛利率水平保持在 15-17%，船舶板块的毛利率为 10-12%，毛利率最低；
4. 期间费用率方面，跨行业配套最高，在 20% 左右，同比有所增加；航天板块为 12.46%，同比有所降低；航空、船舶和兵器装备基本在 10% 左右；
5. 净利率方面，跨行业配套最高，为 7.7%，同比减少 1.68%；船舶板块由负转正，净利率为 0.11%，同比增加 0.81%；兵器板块净利率提升最多，同比增加 0.99%，达到 5.33%。

从企业属性来看，民企营收增速快于国企，但归母净利润增速出现较大分化。国企和民企的收入增速分别为 7.85% 和 15.95%，归母净利润增速分别为 28.23% 和 -29.63%，主要原因在于虽然国企、民企的毛利率均有所下滑，但是国企费用率同比下降 1.04%，而民企费用率同比上升 2.02%，从而导致净利率方面国企和民企同比分别增加 0.64% 和减少 5.42%，出现较大分化。

从产业链角度来看，产业链中上游和中下游的公司收入均保持 8% 以上的增速，但中下游的归母净利润增速明显快于中上游公司，前者为 30.40%，后者仅为 3.70%，主要是中下游企业的费用率同比有明显减少，我们认为一方面表明中下游企业在运营效率方面在不断改善，另一方面也表明中下游企业在国家扶持力度、融资成本方面优势较为明显。另外产业链中下游以国企为主，中上游民企占比较高，整体趋势与国企民企变化趋势较为一致。

图表 3 2018 军工板块营收和归母净利润及其增速

分类	营业收入 (亿)	营业收入增速	归母净利润 (亿)	归母净利润增速	
整体	3870.96	8.42%	148.59	13.51%	
细分行业	跨行业配套	627.71	8.58%	46.29	-11.37%
	航天	476.78	11.07%	16.01	6.48%
	航空	1350.99	8.30%	62.12	22.45%
	船舶	1182.63	8.21%	12.57	223.98%
	兵器装备	232.86	4.54%	11.60	28.54%
企业属性	国企	3580.04	7.85%	125.15	28.23%
	民企	290.93	15.95%	23.43	-29.63%
产业链	中上游	1413.43	8.81%	85.87	3.70%
	中下游	2457.53	8.19%	62.72	30.40%

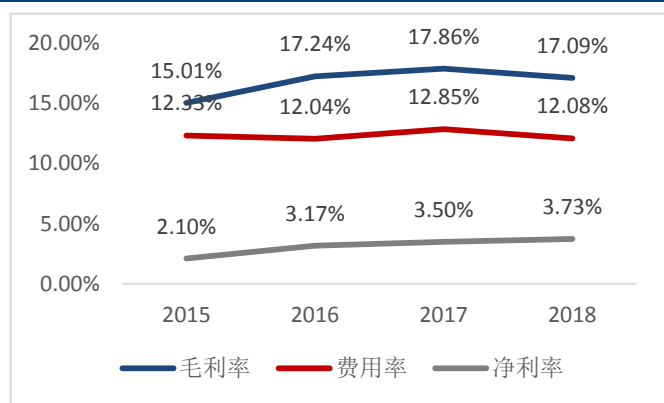
资料来源: wind, 华创证券

图表 4 2018 年军工板块毛利率、费用率及净利率

分类	2018 年 毛利率	毛利率 同比变化	2018 年 费用率	费用率 同比变化	2018 年 净利率	净利率 同比变化	
整体	17.09%	-0.77 pct	12.08%	-0.78 pct	3.73%	0.23 pct	
细分行业	跨行业配套	30.06%	1.14 pct	20.07%	1.60 pct	7.70%	-1.68 pct
	航天	17.81%	-0.59 pct	12.46%	-0.52 pct	4.18%	-0.07 pct
	航空	16.09%	-0.52 pct	10.68%	-1.01 pct	4.62%	0.59 pct
	船舶	11.16%	0.11 pct	9.66%	0.10 pct	0.11%	0.81 pct
	兵器装备	16.57%	-0.39 pct	10.09%	-0.73 pct	5.33%	0.99 pct
企业属性	国企	15.67%	-0.85 pct	11.26%	-1.04 pct	3.36%	0.64 pct
	民企	34.57%	-1.12 pct	22.13%	2.02 pct	8.28%	-5.42 pct
产业链	中上游	25.41%	0.49 pct	17.15%	0.44 pct	6.50%	-0.29 pct
	中下游	12.30%	-1.52 pct	9.16%	-1.49 pct	2.14%	0.53 pct

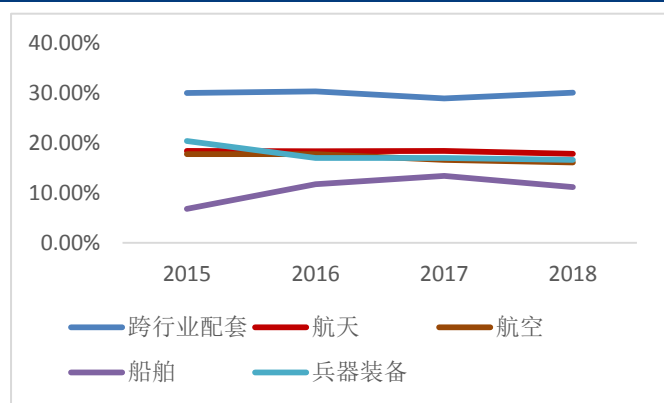
资料来源: wind, 华创证券

图表 5 军工板块整体毛利率、费用率和净利率



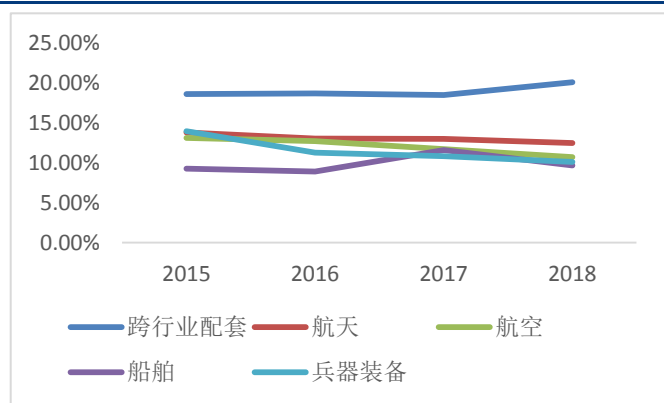
资料来源: wind, 华创证券

图表 6 细分板块毛利率



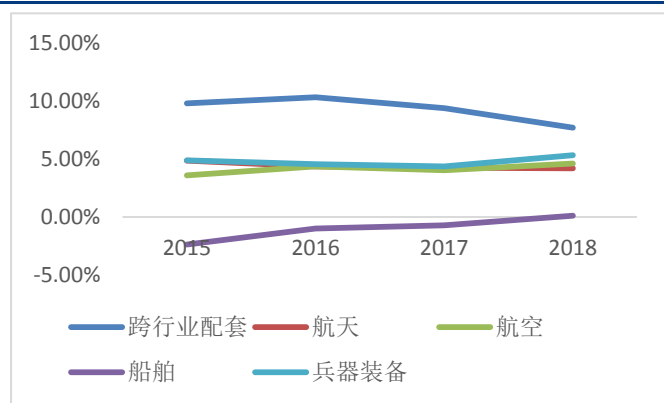
资料来源: wind, 华创证券

图表 7 细分板块费用率



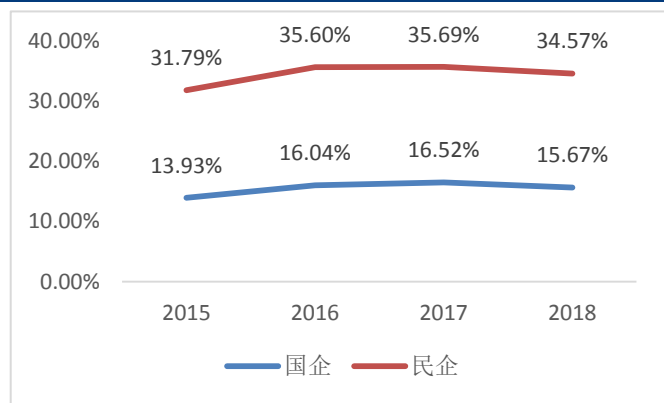
资料来源: wind, 华创证券

图表 8 细分板块净利率



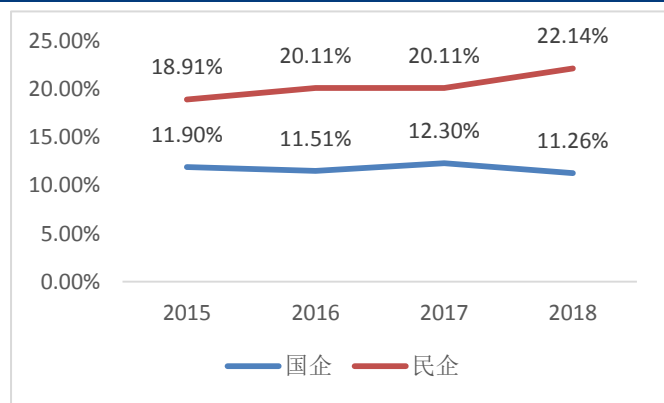
资料来源: wind, 华创证券

图表 9 不同产权属性毛利率

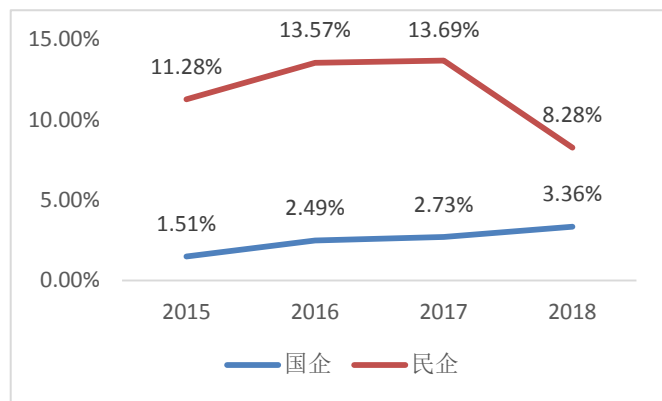


资料来源: wind, 华创证券

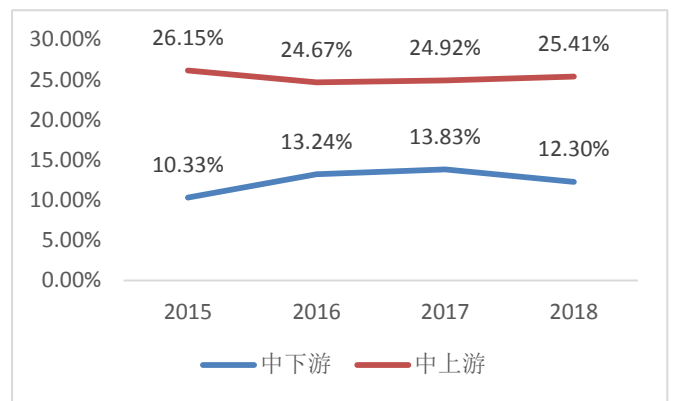
图表 10 不同产权属性费用率



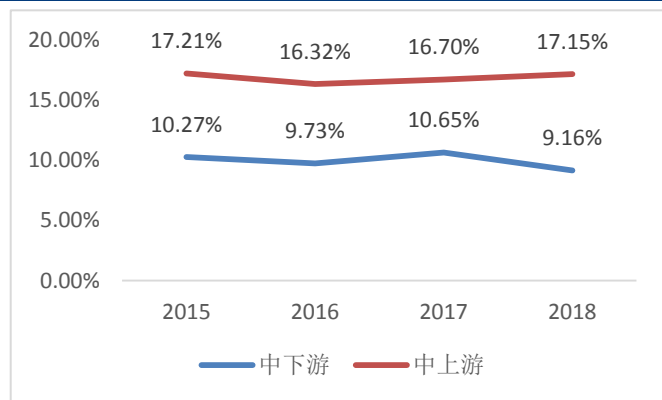
资料来源: wind, 华创证券

图表 11 不同产权属性净利率


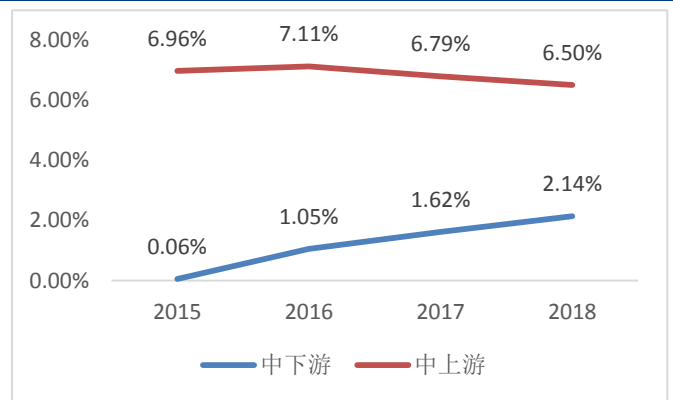
资料来源: wind, 华创证券

图表 12 不同产业链环节毛利率


资料来源: wind, 华创证券

图表 13 不同产业链环节费用率


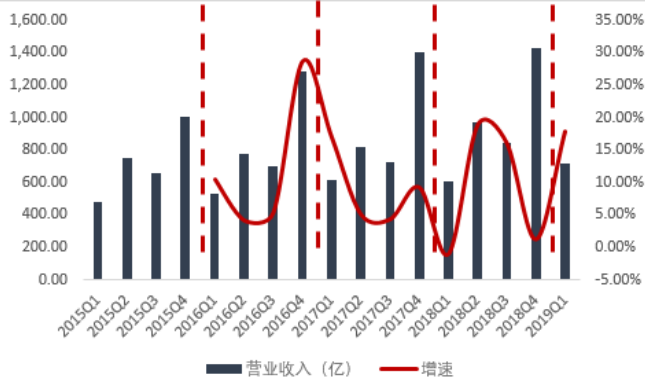
资料来源: wind, 华创证券

图表 14 不同产业链环节净利率


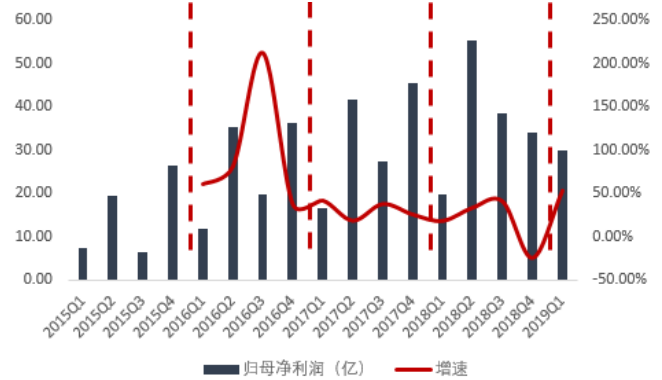
资料来源: wind, 华创证券

(二) 2019 年一季报: 增长趋势有所加快

从我们重点关注的 74 家军工企业来看, 2019Q1 实现整体收入 718.25 亿, 同比增长 17.85%, 归母净利润 29.98 亿, 同比增长 52.93%。毛利率为 16.74%, 同比下滑 0.45 个百分点, 费用率为 14.03%, 同比减少 0.62 个百分点, 净利率为 4.16%, 同比增加 0.80 个百分点。整体增长趋势有所加快, 利润增速快于收入增速主要受益于期间费用的减少。其中实现收入增加的共 54 家企业, 占比 73%; 实现归母净利润增长的共 52 家企业, 占比 70%。

图表 15 军工板块整体单季度营业收入情况


资料来源: wind, 华创证券

图表 16 军工板块整体单季度归母净利润情况


资料来源: wind, 华创证券

细分行业来看,

1. 收入方面, 航天板块和兵器装备营收有所下降, 其它行业营业收入均保持了增长, 其中航空板块的营收增速最快, 为 34.80%。航空板块里中航沈飞 2019Q1 年的营收为 50.85 亿, 同比增长 191.29%, 对航空板块营收增长有较大贡献。
2. 归母净利润方面, 各细分板块除船舶略微下降外, 其它行业均保持了增长, 增长最快的为航空和航天板块, 分别增长 265.01% 和 70.55%。航空板块里中航沈飞 2018Q1 归母净利润-0.22 亿, 2019 同期达到 1.98 亿, 对板块影响较大。跨行业配套和兵器装备板块增速分别为 41.92% 和 65.43%。船舶板块归母净利润同比略降 0.05%, 主要原因是中船防务一季度亏损 2 亿元, 拉低了板块整体利润水平。
3. 毛利率方面, 跨行业配套毛利率水平最高, 2019Q1 为 32.39%, 航天和兵器装备毛利率为 19.74% 和 17.15%, 航空和船舶毛利率为 15.04% 和 8.58%, 毛利率水平最低。
4. 期间费用率方面, 跨行业配套最高, 为 23.48%, 航天板块为 16.62%, 同比增加 2.31 个百分点, 增加最多, 航空、船舶和兵器装备板块费用率在 10%-11% 左右。
5. 净利率方面, 跨行业配套板块最高, 为 9.46%, 同比增加 1.59 个百分点, 兵器装备板块提升最多, 净利率为 5.52%, 同比提升 1.93 个百分点, 其中内蒙一机由 2018Q1 的 3.95% 提升至 2019Q1 的 8.26%。航天板块净利率为 5.52%, 提升 1.81 个百分点, 航空和船舶板块净利率水平最低, 分别为 2.64% 和 2.67%。

从企业属性来看, 民企营收增速稍快于国企, 但归母净利润低于国企。国企和民企的收入增速分别为 17.50% 和 21.72%, 归母净利润增速分别为 56.52% 和 44.67%, 主要是费用率同比都有所下滑, 净利率都有所上升, 净利率同比分别增加 0.68% 和 1.83%。

从产业链角度来看, 中下游的营收增速明显快于中上游公司, 前者为 26.96%, 后者仅为 5.14%, 但是中下游和中上游板块在归母净利润方面均保持 50% 以上增长, 主要是中上游企业的毛利率有所回升, 同比增加 2.11%, 而中下游企业的费用率有所下降, 同比减少 1.29%, 中上游和中下游净利率率分别增加 2.24% 和 0.22%。

图表 17 2019Q1 军工板块营收和归母净利润及其增速

分类	营业收入 (亿)	营业收入增速 (%)	归母净利润 (亿)	归母净利润增速 (%)	
整体	718.25	17.85%	29.98	52.93%	
细分行业	跨行业配套	123.70	18.17%	11.57	41.92%
	航天	83.57	-9.28%	3.32	70.55%

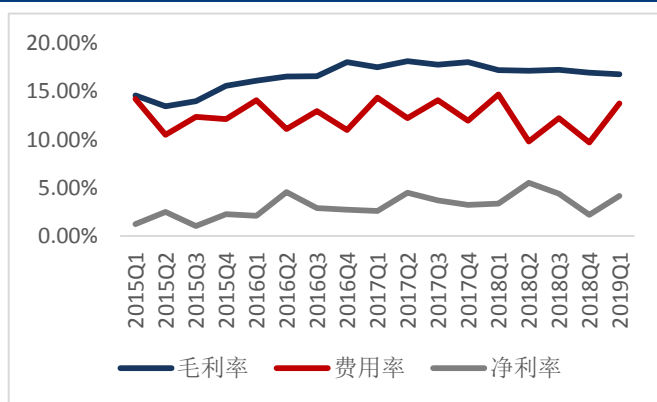
	航空	263.51	34.80%	6.74	265.01%
	船舶	214.71	16.81%	6.59	-0.05%
	兵器装备	32.763	-1.81%	1.76	65.43%
企业属性	国企	657.45	17.50%	21.38	56.52%
	民企	60.80	21.72%	8.60	44.67%
产业链分部	中上游	267.53	5.14%	20.31	52.31%
	中下游	450.71	26.96%	9.67	54.24%

资料来源: wind, 华创证券

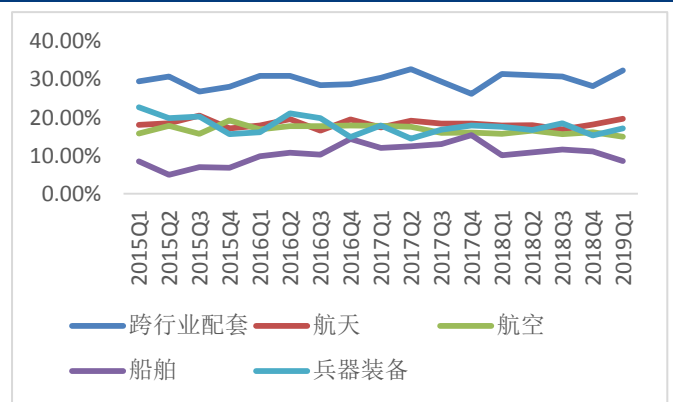
图表 18 2019Q1 军工板块毛利率、费用率及净利率

分类	2019Q1 毛利率	毛利率 同比变化	2019Q1 费用率	费用率 同比变化	2019Q1 净利率	净利率 同比变化	
整体	16.74%	-0.45 pct	14.03%	-0.62 pct	4.16%	0.80 pct	
细分行业	跨行业配套	32.39%	0.89 pct	23.48%	-0.05 pct	9.46%	1.59 pct
	航天	19.74%	1.79 pct	16.62%	2.31 pct	4.41%	1.81 pct
	航空	15.04%	-0.71 pct	11.70%	-2.52 pct	2.64%	1.75 pct
	船舶	8.58%	-1.53 pct	10.90%	0.36 pct	2.67%	-1.08 pct
	兵器装备	17.15%	-0.47 pct	10.94%	-1.79 pct	5.52%	1.93 pct
企业属性	国企	15.07%	-0.41 pct	13.11%	-0.65 pct	3.24%	0.68 pct
	民企	34.80%	-1.56 pct	23.97%	-0.58 pct	14.09%	1.83 pct
产业链分部	中上游	27.48%	2.11 pct	20.46%	1.43 pct	7.81%	2.24 pct
	中下游	10.36%	-0.96 pct	10.20%	-1.29 pct	2.00%	0.22 pct

资料来源: wind, 华创证券

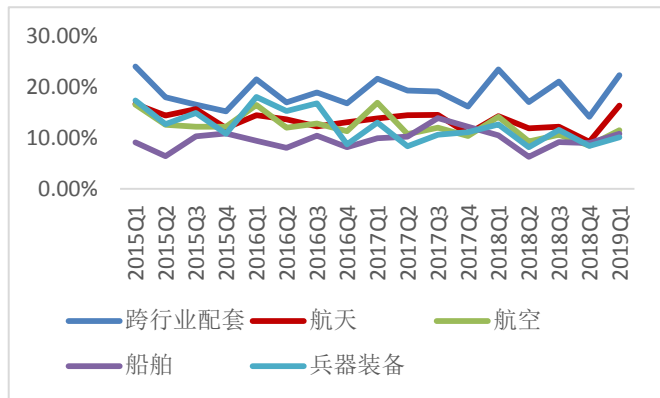
图表 19 军工板块整体毛利率、费用率和净利率(单季)


资料来源: wind, 华创证券

图表 20 细分板块毛利率(单季)


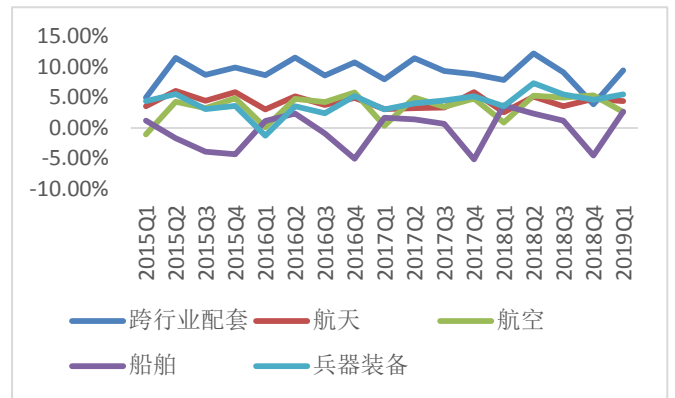
资料来源: wind, 华创证券

图表 21 细分板块费用率（单季）



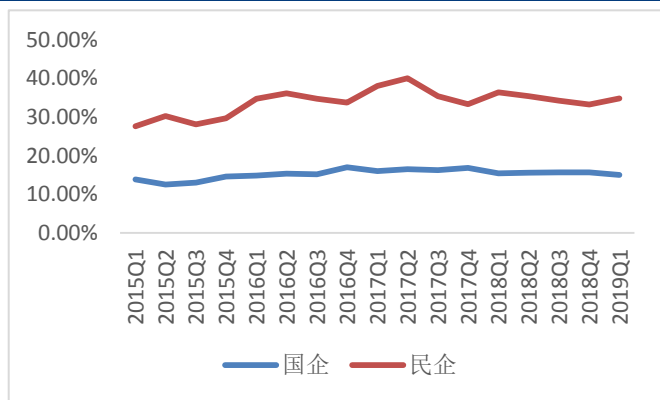
资料来源: wind, 华创证券

图表 22 细分板块净利率（单季）



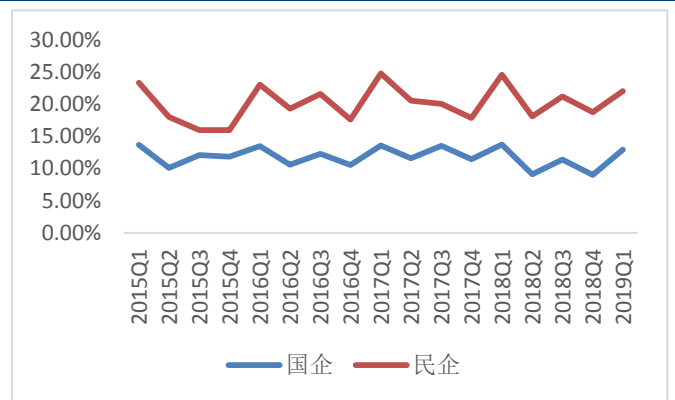
资料来源: wind, 华创证券

图表 23 不同产权属性毛利率（单季）



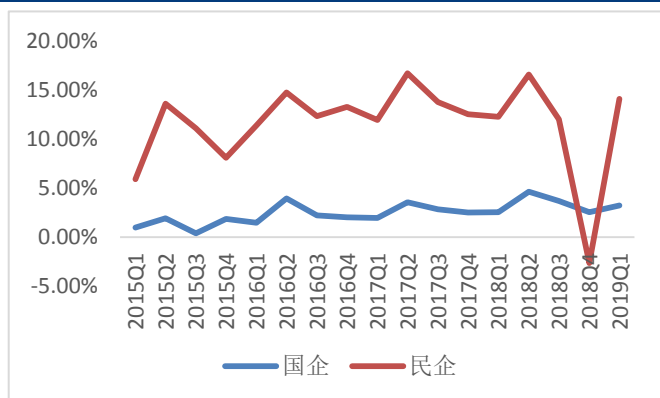
资料来源: wind, 华创证券

图表 24 不同产权属性费用率（单季）



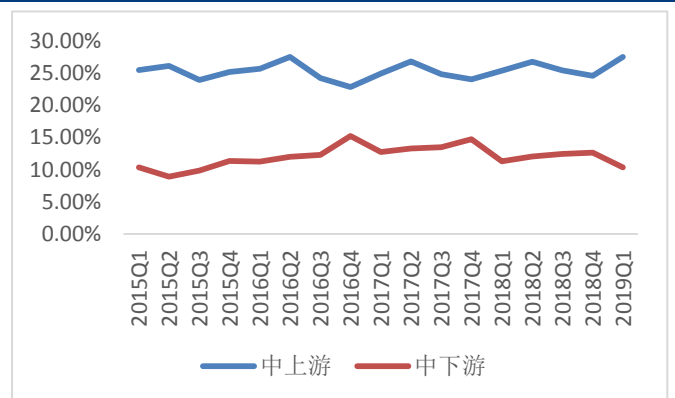
资料来源: wind, 华创证券

图表 25 不同产权属性净利率（单季）



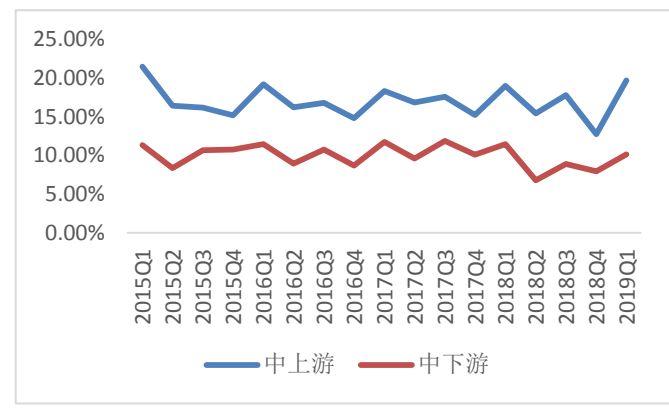
资料来源: wind, 华创证券

图表 26 不同产业链环节毛利率（单季）



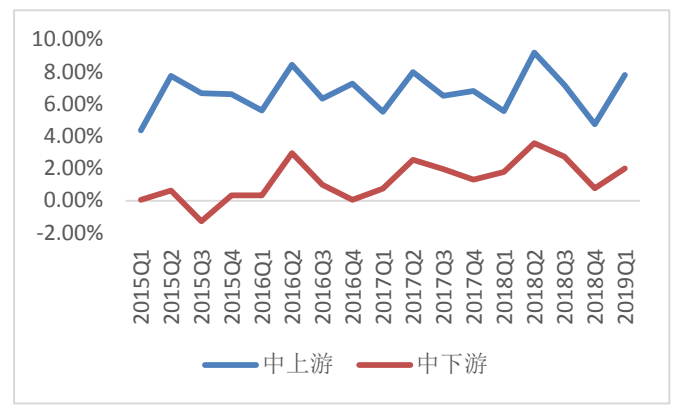
资料来源: wind, 华创证券

图表 27 不同产业链环节费用率（单季）



资料来源: wind, 华创证券

图表 28 不同产业链环节净利率（单季）



资料来源: wind, 华创证券

二、资产负债表分析：2018 年整体资产负债率有所下降

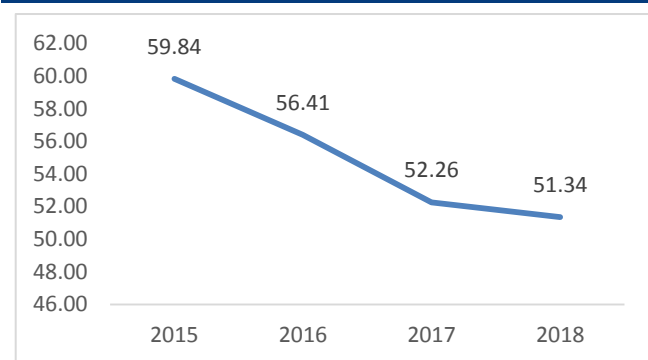
根据 74 家军工企业的 2018 年资产负债表，整体总资产为 8854.99 亿元，同比增加 6.04%，总负债为 4546.59 亿元，同比增加 4.18%，净资产为 3948.65 亿元，同比增加 11.20%；资产负债率为 51.34%，同比下降 0.92 个百分点；存货为 1708.68，同比增加 0.88%，预收账款为 417.85 亿元，同比减少 8.67%，预付账款为 357.68 亿元，同比增加 19.64%。

从细分行业看，跨行业配套的资产负债率最低，为 42.29%，同比增加 2.84 个百分点；船舶板块的资产负债率最高，为 54.77%，同比减少 3.29 个百分点。存货方面，跨行业配套和兵器装备板块增长最为明显，同比分别增加 16.04% 和 15.62%，船舶板块下降最多，同比减少 13.43%；预收账款方面，跨行业配套和兵器装备板块增长最为明显，同比分别增加 37.36% 和 74.63%，航空和航天板块则下滑较多，同比分别下滑 33.47% 和 10.82%，表明跨行业配套和兵器装备板块的订单增长较为明显。预付账款方面，船舶和兵器装备板块增加较大，分别增加 29.48% 和 31.04%，航天板块增加最少，同比增长为 6.42%。

从企业属性来看，国企资产负债率 53.10%，同比降低 1.28 个百分点；民企资产负债率 35.23%，同比增加 3.89 个百分点。存货方面，民企同比增加 19.61%，国企同比增加 0.02%，差异较大。预收账款方面，民企同比增加 8.90%，国企同比减少 9.11%。预付账款方面，民企同比增加 11.63%，国企同比增加 20.22%。

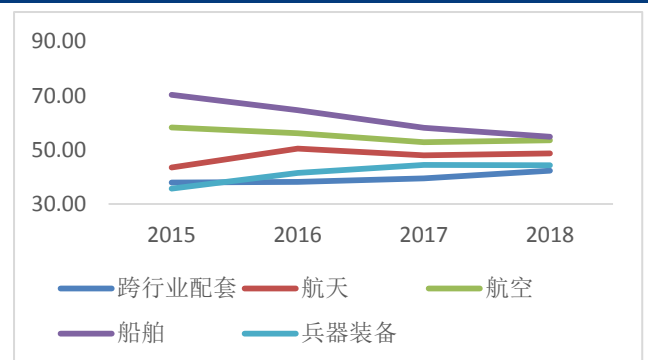
从产业链角度来看，中上游资产负债率 43.66%，同比增加 1.13 个百分点；中下游资产负债率 55.19%，同比降低 1.62 个百分点。存货方面，中上游同比增加 12.55%，中下游同比减少 2.73%。预收账款方面，中上游同比减少 3.28%，中下游同比减少 9.79%。预付账款方面，中上游同比增加 0.33%，中下游同比增加 28.06%。

图表 29 军工板块整体资产负债率（%）

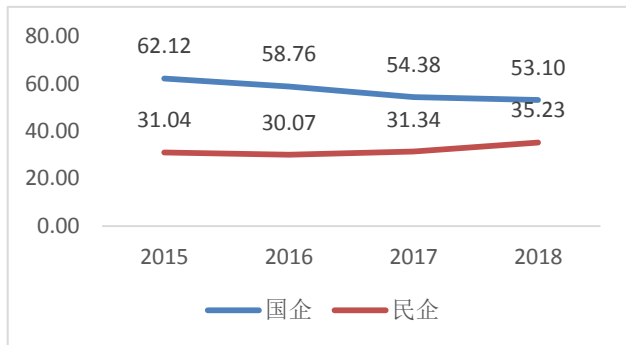


资料来源: wind, 华创证券

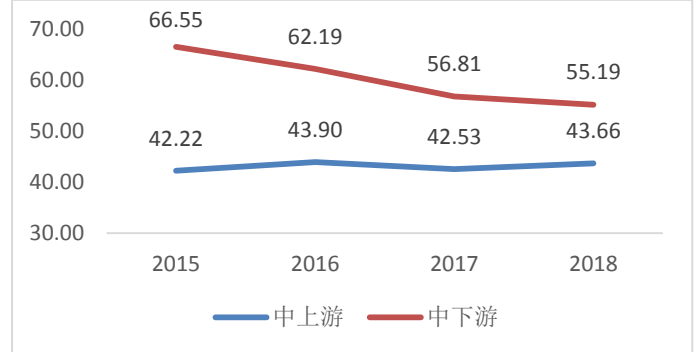
图表 30 细分板块资产负债率（%）



资料来源: wind, 华创证券

图表 31 不同产权属性资产负债率 (%)


资料来源: wind, 华创证券

图表 32 不同产业链环节资产负债率 (%)


资料来源: wind, 华创证券

图表 33 2018 年军工板块资产和负债变动

分类	2018 年总资产 (亿)	总资产同比变动	2018 年总负债 (亿)	总负债同比变动	2018 年净资产 (亿)	净资产同比变动	
整体	8854.99	6.04%	4546.59	4.18%	3948.65	11.20%	
细分行业	跨行业配套	1420.64	14.06%	600.85	22.27%	783.61	8.46%
	航天	758.65	11.47%	369.36	13.20%	348.69	8.55%
	航空	2670.17	8.64%	1427.56	9.97%	1122.23	5.73%
	船舶	3571.85	0.23%	1956.43	-5.45%	1460.08	18.88%
	兵器装备	433.68	7.57%	192.39	7.48%	234.05	7.58%
企业属性	国企	7986.03	5.32%	4240.44	2.84%	3403.88	11.90%
	民企	868.97	13.06%	306.15	27.10%	544.77	7.02%
产业链分部	中上游	2952.04	10.92%	1288.95	13.89%	1576.43	8.54%
	中下游	5902.96	3.75%	3257.64	0.79%	2372.22	13.05%

资料来源: wind, 华创证券

图表 34 2018 年军工板块存货、预收及预付变动

分类	2018 年存货 (亿)	存货同比变动	2018 年预收 (亿)	预收同比变动	2018 年预付 (亿)	预付同比变动	
整体	1708.68	0.88%	417.85	-8.67%	357.68	19.64%	
细分行业	跨行业配套	192.19	16.04%	31.07	37.36%	26.45	9.01%
	航天	131.88	8.56%	26.47	-10.82%	48.32	6.42%
	航空	715.82	10.20%	135.21	-33.47%	68.00	7.04%
	船舶	615.34	-13.43%	160.99	-2.60%	192.80	29.48%
	兵器装备	53.45	15.62%	64.11	74.63%	22.11	31.04%

企业属性	国企	1619.69	0.02%	405.74	-9.11%	334.89	20.22%
	民企	88.99	19.61%	12.11	8.90%	22.80	11.63%
产业链分部	中上游	450.53	12.55%	75.96	-3.28%	91.15	0.33%
	中下游	1258.16	-2.73%	341.90	-9.79%	266.53	28.06%

资料来源: wind, 华创证券

图表 35 2018 年军工板块固定资产、在建工程、无形资产及商誉变动

分类		固定资产变动	在建工程变动	无形资产变动	商誉变动
整体		1.20%	9.18%	-1.11%	-0.41%
细分行业	跨行业配套	2.88%	35.98%	11.59%	-5.10%
	航天	0.10%	32.19%	-1.92%	7.11%
	航空	8.22%	-8.76%	0.19%	14.52%
	船舶	-3.54%	20.54%	-5.20%	47.77%
	兵器装备	-1.51%	-5.96%	-5.11%	4.45%
企业属性	国企	0.75%	7.07%	-2.62%	7.89%
	民企	7.76%	34.19%	12.56%	-4.41%
产业链分部	中上游	3.48%	18.43%	3.16%	-1.00%
	中下游	0.38%	5.37%	-2.98%	10.65%

资料来源: wind, 华创证券

三、现金流量表分析: 整体现金流情况有所恶化, 航天及兵器板块改善明显

整体来看, 军工板块经营性现金流和自由现金流出现不同程度的减少, 2018 年经营性现金流净额为 102.90 亿元, 自由现金流为 -49.02 亿元, 同比分别减少 74.56 亿元和 174.13 亿元。

从细分行业看, 跨行业配套、航天以及兵器装备板块经营性现金流改善较为明显, 跨行业配套和航天板块的自由现金流同比也有所改善。航空和船舶板块的现金流情况有所恶化。

从企业属性看, 民企现金流情况好于国企, 2018 年民企经营性现金流为 10.48 亿, 自由现金流为 14.49 亿, 同比均有所改善。国企经营性现金流和自由现金流分别为 92.42 亿元和 -34.53 亿元, 同比有所减少。

从产业链看, 中上游企业现金流较好, 两类现金流情况均有所改善。

图表 36 2018 经营性现金流及自由现金流

分类		经营性现金流 (亿)			自由现金流 (亿)		
		2017	2018	情况	2017	2018	情况
整体		177.46	102.90		125.11	-49.02	
细分行业	跨行业配套	14.09	30.75	改善	-40.52	-14.56	改善
	航天	-6.88	13.73	改善	-24.31	-7.82	改善
	航空	102.31	24.61		91.24	-28.89	
	船舶	43.52	-5.95		69.18	-18.75	
	兵器装备	24.42	39.76	改善	29.53	21.00	

企业属性	国企	177.10	92.42		166.30	-34.53	
	民企	0.37	10.48	改善	-41.18	-14.49	改善
产业链分部	中上游	24.90	47.64	改善	-68.86	-44.67	改善
	中下游	152.57	55.26		193.97	-4.35	

资料来源: wind, 华创证券

四、ROE 分析: 盈利能力改善带动 ROE 提升

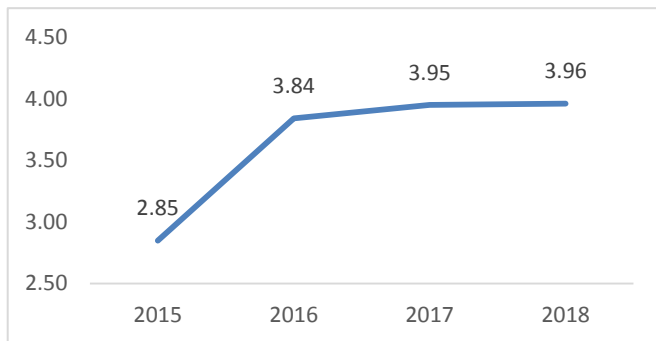
整体来看, 军工板块 ROE 在 2015 年之后明显提升, 2016-2018 年保持稳定, 2015 年为 2.85%, 2016-2018 年分别为 3.84%、3.95%和 3.96%。ROE 提升的主要原因是盈利能力的改善, 2015-2018 年军工板块净利率分别为 2.10%、3.17%、3.50%和 3.73%, 同期总资产周转率并未出现明显变化、稳定在 0.46 左右, 而权益乘数则呈下降趋势。

细分行业来看, 跨行业配套板块的 ROE 最高, 但近年呈下降趋势, 主要受净利率下滑的影响。船舶板块 ROE 最低, 2016 年之前板块整体处于亏损状态, 2017 年和 2018 年 ROE 分别为 0.32%和 0.94%, 与净利率呈相同趋势变动。

从企业属性来看, 国企 ROE 呈逐年提升趋势, 主要是得益于净利率的提升。民企 ROE 在 2018 年大幅下滑, 是因为同期净利率出现大幅下降, 2017 年和 2018 年民企净利率分别为 13.69%和 8.28%。

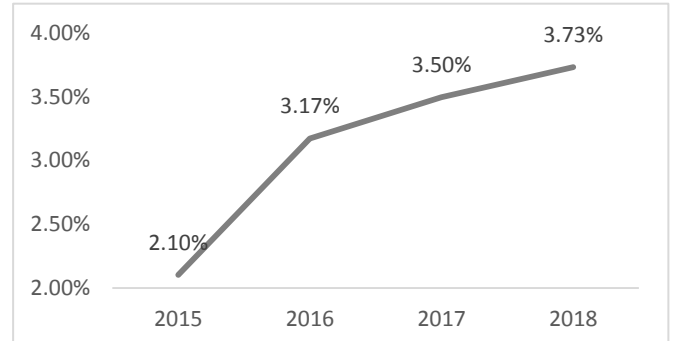
从产业链来看, 中上游 ROE 自 2016 开始逐年略微下降, 一方面中上游净利率也呈逐年微降趋势, 另一方面总资产周转率也是下降趋势, 2016-2018 年分别为 0.55、0.52 和 0.50, 同期权益乘数相对稳定。中下游 ROE 不断提升, 主要受益于净利润率的提升。

图表 37 军工板块整体 ROE (%)



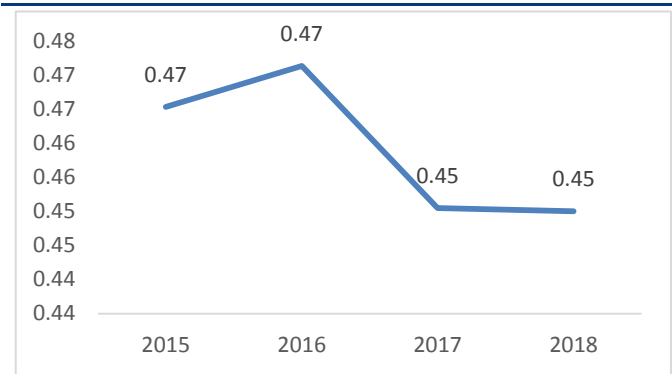
资料来源: wind, 华创证券

图表 38 军工板块整体净利率



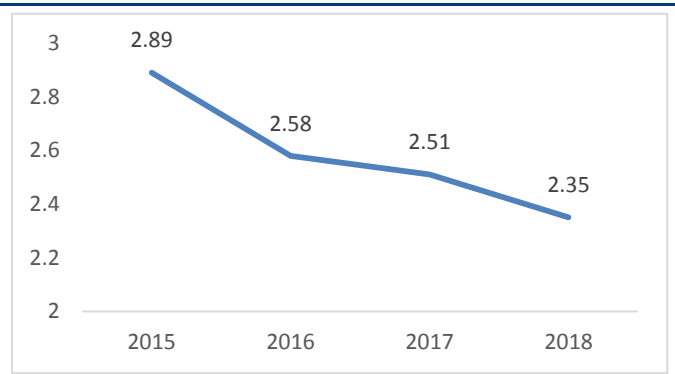
资料来源: wind, 华创证券

图表 39 军工板块整体总资产周转率（次）



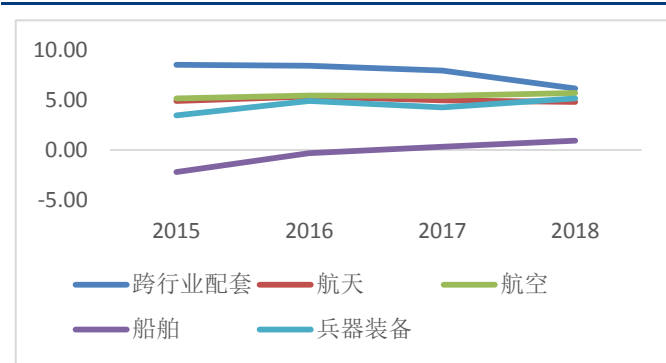
资料来源: wind, 华创证券

图表 40 军工板块整体权益乘数



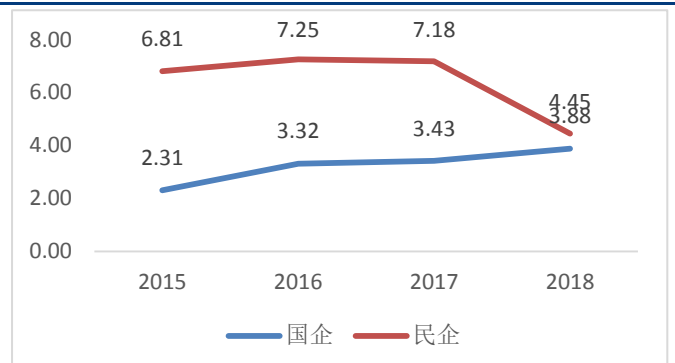
资料来源: wind, 华创证券

图表 41 细分板块 ROE (%)



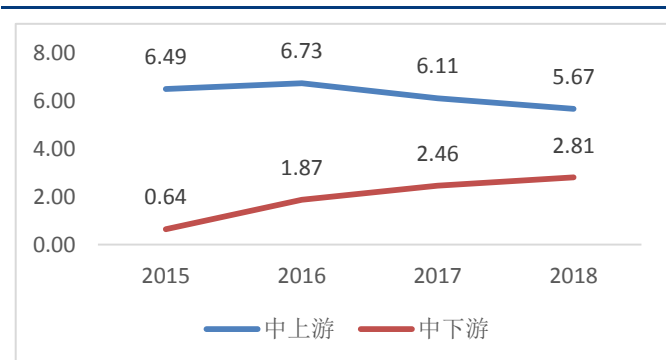
资料来源: wind, 华创证券

图表 42 不同产权属性 ROE (%)



资料来源: wind, 华创证券

图表 43 不同产业链环节 ROE (%)



资料来源: wind, 华创证券

附录：军工板块各指标排名前十公司梳理

图表 44 截至 2019Q1 军工板块市值前十公司

序号	前十大公司	总市值（亿）		
		2017	2018	2019Q1
1	中国重工	1,150.52	972.39	1,336.18
2	航发动力	605.43	488.67	593.96
3	中航飞机	467.62	366.57	472.05
4	中航沈飞	487.49	388.05	458.77
5	中国动力	430.22	382.21	453.78
6	中航光电	311.50	266.39	321.44
7	中国卫星	298.58	204.81	297.63
8	中航电子	240.83	228.34	292.38
9	中航机电	259.58	234.92	289.41
10	中国船舶	339.98	180.95	279.76

资料来源：wind，华创证券

图表 45 截至 2019Q1 军工板块总资产规模前十公司

序号	公司	总资产（亿）		
		2017	2018	2019Q1
1	中国重工	1,954.49	1,861.98	1,748.02
2	中国动力	441.91	572.08	563.73
3	航发动力	516.85	535.04	551.27
4	中航飞机	407.39	478.97	462.41
5	中船防务	441.58	474.75	458.96
6	中国船舶	523.27	452.70	435.81
7	中航沈飞	263.89	284.39	277.98
8	中航机电	222.25	266.71	271.47
9	航天电子	223.60	258.53	265.38
10	中直股份	225.01	240.35	232.54

资料来源：wind，华创证券

图表 46 截至 2019Q1 军工板块净资产规模前十公司

序号	公司	净资产（亿）		
		2017	2018	2019Q1
1	中国重工	849.1337	844.3599	637.3389
2	航发动力	264.8594	264.2918	257.9212
3	中国动力	260.9472	259.2317	260.7765
4	中航飞机	162.7588	160.4801	157.1523
5	中国船舶	151.2371	150.9514	125.8185

序号	公司	净资产 (亿)		
6	航天电子	119.7366	118.7582	113.9042
7	中船防务	95.1906	97.2744	104.1454
8	中航机电	93.6266	91.9912	85.3239
9	内蒙一机	85.9523	84.5149	78.0838
10	海格通信	84.5577	84.2468	81.4759

资料来源: wind, 华创证券

图表 47 2019Q1 军工板块资产负债率前十公司

序号	公司	资产负债率 (%)		
		2017	2018	2019Q1
1	华讯方舟	64.2964	74.6618	73.9866
2	中航沈飞	72.3102	71.1536	69.7377
3	杰赛科技	65.4542	69.9179	69.5648
4	中船防务	72.9466	69.7603	69.1061
5	航天通信	70.9999	71.2400	68.4161
6	四创电子	66.3520	67.6212	65.8206
7	中直股份	66.5838	66.6414	65.1654
8	中航飞机	56.6791	59.6783	64.7350
9	泰豪科技	63.0888	66.6596	63.9055
10	中航电子	64.8937	63.4501	63.3538

资料来源: wind, 华创证券

图表 48 2018 年军工板块 ROE 前十公司

序号	公司	ROE (%)		变动 (pct)
		2017	2018	
1	利达光电	3.9872	21.9444	17.9572
2	新余国科	14.9296	18.0368	3.1072
3	中航光电	18.3479	17.4422	-0.9057
4	菲利华	14.1408	16.4221	2.2813
5	宏达电子	18.3634	15.2543	-3.1091
6	航天电器	13.7570	14.1792	0.4222
7	光威复材	11.8458	13.8067	1.9609
8	火炬电子	9.7676	12.5675	2.7999
9	七一二	12.4780	11.5163	-0.9617
10	四创电子	12.2290	11.3314	-0.8976

资料来源: wind, 华创证券

图表 49 2018 年军工板块 ROE 提升幅度前十公司

序号	公司	ROE (%)		变动 (pct)
		2017	2018	
1	利达光电	3.9872	21.9444	17.9572
2	航天长峰	1.1740	7.3743	6.2003
3	中航高科	2.4272	8.3433	5.9161
4	中航重机	4.5402	8.3347	3.7945
5	四川九洲	0.3112	3.7461	3.4349
6	航天通信	3.1176	6.2693	3.1517
7	新余国科	14.9296	18.0368	3.1072
8	耐威科技	3.5131	6.4990	2.9859
9	中兵红箭	1.6926	4.5111	2.8185
10	火炬电子	9.7676	12.5675	2.7999

资料来源: wind, 华创证券

图表 50 2018 年营业收入规模前十大公司

序号	公司	营业收入 (亿)		增速 (%)
		2017	2018	
1	中国重工	387.76	444.84	14.72
2	中航飞机	310.79	334.68	7.69
3	中国动力	231.47	296.62	7.81
4	航发动力	225.55	231.02	2.43
5	中航沈飞	194.59	201.51	3.56
6	中船防务	223.13	192.14	-16.17
7	中国船舶	166.91	169.10	1.31
8	航天电子	130.54	135.30	3.65
9	中直股份	120.48	130.66	8.44
10	航天通信	101.96	125.06	22.66

资料来源: wind, 华创证券

图表 51 2019Q1 营业收入规模前十大公司

序号	公司	营业收入 (亿)		增速 (%)
		2018Q1	2019Q1	
1	中国动力	50.61	70.30	24.70
2	中航飞机	52.51	63.75	21.42
3	中国重工	61.15	60.65	-0.82
4	中航沈飞	17.46	50.85	191.27

序号	公司	营业收入 (亿)		增速 (%)
		2017	2018	
5	中国船舶	29.64	46.08	55.45
6	航发动力	27.75	33.40	20.36
7	航天电子	26.76	26.94	0.68
8	中船防务	29.62	24.95	-18.96
9	中航机电	19.48	24.63	2.29
10	中直股份	21.41	23.87	11.50

资料来源: wind, 华创证券

图表 52 2018 年营业收入增速前十公司

序号	公司	营业收入 (亿)		增速 (%)
		2017	2018	
1	航天彩虹	14.4674	27.1885	87.9299
2	航新科技	4.7338	7.5459	59.4044
3	利达光电	9.1287	25.8351	55.3405
4	久之洋	3.1115	4.6699	50.0841
5	通达股份	16.4055	23.9842	46.1964
6	光威复材	9.4937	13.6356	43.6278
7	航天发展	23.4993	35.1580	41.1457
8	大立科技	3.0152	4.2352	40.4636
9	航天长峰	15.0404	21.1026	40.3062
10	亚光科技	10.4683	14.1133	34.8199

资料来源: wind, 华创证券

图表 53 2019Q1 营业收入增速前十公司

序号	公司	营业收入 (亿)		增速 (%)
		2018Q1	2019Q1	
1	天和防务	0.3591	1.6463	358.4586
2	航新科技	0.7598	2.3344	207.2374
3	中航沈飞	17.4569	50.8472	191.2721
4	钢研高纳	1.6168	2.9946	85.2110
5	爱乐达	0.1891	0.3501	85.1631
6	光威复材	2.7098	4.3452	60.3515
7	航天长峰	1.6101	2.5414	57.8435
8	中国船舶	29.6414	46.0767	55.4470
9	中航光电	14.7725	21.5611	45.9543
10	景嘉微	0.6133	0.8842	44.1812

资料来源: wind, 华创证券

图表 54 2018 年归母净利润规模前十大公司

序号	公司	归母净利润 (亿)		增速 (%)
		2017	2018	
1	中国动力	12.0174	13.4754	15.3320
2	航发动力	9.5999	10.6391	10.8246
3	中航光电	8.2535	9.5376	15.5582
4	中航机电	5.7901	8.3671	16.4943
5	中航沈飞	7.0678	7.4324	5.1591
6	中国重工	8.3764	6.7275	-19.6847
7	中航飞机	4.7140	5.5804	18.3785
8	内蒙一机	5.2502	5.3379	1.6708
9	中直股份	4.5538	5.1033	12.0679
10	中国船舶	-23.0007	4.8921	121.2695

资料来源: wind, 华创证券

图表 55 2019Q1 归母净利润规模前十大公司

序号	公司	归母净利润 (亿)		增速 (%)
		2018Q1	2019Q1	
1	中国重工	2.7431	5.2914	92.8961
2	中航光电	1.6738	2.3289	39.1418
3	东土科技	0.1249	2.0416	1,534.2076
4	中航沈飞	-0.2229	1.9828	989.3670
5	中国动力	2.0703	1.7848	0.6487
6	光威复材	0.8665	1.5847	82.8810
7	内蒙一机	0.6037	1.3701	126.9606
8	航天通信	-0.1298	1.2395	1,054.9976
9	中航高科	0.4870	1.1424	134.5687
10	振华科技	0.8579	1.0644	24.0785

资料来源: wind, 华创证券

图表 56 2018 年归母净利润增速前十公司

序号	公司	归母净利润 (亿)		增速 (%)
		2017	2018	
1	四川九洲	0.0729	0.8878	1,118.5963
2	航天长峰	0.1032	0.7588	635.4473
3	洪都航空	0.3068	1.4837	383.5934
4	中航高科	0.8357	3.0406	263.8499

序号	公司	归母净利润 (亿)		增速 (%)
5	利达光电	0.2176	1.6220	237.7352
6	中兵红箭	1.2601	3.4718	175.5199
7	高德红外	0.5844	1.3207	125.9765
8	中国船舶	-23.0007	4.8921	121.2695
9	中船科技	0.3042	0.6543	115.0860
10	航天通信	1.0027	2.0983	109.2733

资料来源: wind, 华创证券

图表 57 2019Q1 归母净利润增速前十公司

序号	公司	归母净利润 (亿)		增速 (%)
		2018Q1	2019Q1	
1	东土科技	0.1249	2.0416	1,534.2076
2	航天通信	-0.1298	1.2395	1,054.9976
3	中航沈飞	-0.2229	1.9828	989.3670
4	中船科技	0.1106	0.8553	672.9853
5	大立科技	0.0205	0.1172	470.4614
6	通达股份	0.0613	0.3456	464.1009
7	晨曦航空	-0.0138	0.0344	349.1190
8	中国海防	0.0293	0.1110	278.4039
9	天和防务	-0.1299	0.2237	272.2451
10	高德红外	0.0165	0.0597	262.3569

资料来源: wind, 华创证券

图表 58 2018 年毛利率前十公司

序号	公司	毛利率 (%)	
		2017	2018
1	景嘉微	78.7773	76.5177
2	宏达电子	69.5088	66.0535
3	爱乐达	72.5037	63.1766
4	安达维尔	53.6731	50.2211
5	大立科技	53.4819	50.1814
6	全信股份	52.6124	50.1678
7	东土科技	53.0231	49.7912
8	中国海防	43.6209	49.7135
9	瑞特股份	52.4524	49.2201
10	振芯科技	49.9422	47.4657

资料来源: wind, 华创证券

图表 59 2019Q1 毛利率前十公司

序号	公司	毛利率 (%)	
		2018Q1	2019Q1
1	爱乐达	74.7088	83.9176
2	高德红外	60.6307	70.7839
3	宏达电子	69.0481	68.0176
4	景嘉微	82.9577	64.4063
5	大立科技	51.4779	57.6174
6	全信股份	51.5045	54.7349
7	光威复材	44.7336	52.1031
8	七一二	52.2147	49.8132
9	天和防务	35.7490	49.7385
10	中国海防	36.8531	48.8936

资料来源: wind, 华创证券

图表 60 2018 年净利率前十公司

序号	公司	净利率 (%)	
		2017	2018
1	爱乐达	54.1540	53.4390
2	晨曦航空	27.2683	37.1194
3	景嘉微	38.8019	35.8209
4	新余国科	22.3691	34.7697
5	宏达电子	38.0061	34.4140
6	光威复材	24.9849	27.6175
7	利君股份	24.4936	23.0471
8	菲利华	22.3819	22.3769
9	瑞特股份	25.9465	22.1605
10	中国海防	24.7883	19.2530

资料来源: wind, 华创证券

图表 61 2019Q 净利率前十公司

序号	公司	净利率 (%)	
		2018Q1	2019Q1
1	爱乐达	48.0548	68.2390
2	光威复材	31.9778	36.4707
3	宏达电子	30.1574	30.6109
4	利君股份	23.1098	29.7546

序号	公司	净利率 (%)	
5	景嘉微	22.9253	23.2746
6	天银机电	22.3222	19.6983
7	中国海防	3.8369	19.2171
8	海兰信	25.7065	18.0154
9	中航高科	9.9749	17.9204
10	天和防务	-35.9798	17.2418

资料来源: wind, 华创证券

军工组团队介绍

首席分析师：卫喆

中科院硕士，四年航空发动机产业经验，四年军工行业研究积淀，先后任职于中国航发商发、中泰证券、招商证券，2016 年、2017 年新财富军工行业第五名、第三名核心成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500