

## 军工行业 2018 年和 2019Q1 业绩总结： 利润增长超预期，行业基本面改善持续

### 核心观点：

#### 1. 我们的观点

##### （一）军工板块利润增长超预期，非经常项目影响较大

2018 年和 2019Q1 军工板块分别实现营业收入 2753 亿元和 522 亿元，同比增长 4.38% 和 10.57%，实现营业利润 166 亿元和 21 亿元，同比增长 18.63% 和 27.52%，利润增长超预期。从 2018 年营业利润拆解来看，行业毛利的增长、期间费用的减少以及资产减值损失减少和非经营层面因素分别对营业利润增长贡献约 21%、25% 和 54%。2019Q1 的营业利润分解中，非经营层面的因素对营业利润增长贡献近 83%。我们预计二季度军工行业收入仍将维持 10% 左右的增长，考虑到非经营层面因素影响，预计经营利润增速将有所回落，增速约为 15%-20%。

##### （二）长期负债大幅减少，军工板块盈利能力有所提升

资产项下，2018 年和 2019Q1 军工板块应收账款同比大幅增长 20.59% 和 22.03%，增速显著高于收入增速，应收账款周转率出现下滑，表明行业回款能力同比有所下降。存货余额数据同比和环比均呈现小幅增长态势，凸显行业备货增加。由于军工央企收购运作较为谨慎，军工板块商誉余额基本维持在 45 亿左右，绝对额较低，风险整体可控。

负债项下，由于可转债等金融工具的大量使用，军工板块非流动负债规模明显降低。但预收账款同比明显下滑，反映军工板块接单情况趋弱。军工板块整体盈利能力有所提升，2018 年末和 2019Q1 军工板块净资产收益率分别为 5.46% 和 0.68%，同比分别增加 0.37pct 和 0.11pct。通过杜邦分析，净利润率的较快增长成为 ROE 提升的主要因素

##### （三）细分板块呈现差异化，电科和兵器子板块弹性较大。

航天科工板块存货和预收账款均呈现大幅下滑态势，2019Q1 的板块收入减少 33.41%，间接验证了该趋势，期限匹配较好。航空板块 2018 年末和 2019Q1 存货均呈现小幅增长，预收账款下滑幅度较大，未来收入增长或将有所放缓。中电科和兵器工业板块的存货和预收账款均呈现较大幅度增长，预示着两个细分板块的未来收入增速或将缓慢抬升。

#### 2. 投资建议

进入 2019Q2，中证军工指数高位累计回落 15%，估值风险释放较为充分。随着外围不确定性因素的增加，市场风险偏好走低，短期板块或延续震荡格局，但从中长期来看，板块估值水平仍处于历史底部区域，叠加行业基本面持续改善，投资机会逐步凸显，建议逢低加仓。推荐估值和成长兼备的钢研高纳（300034.SZ）、航天发展（000547.SZ）、中航光电（002179.SZ）、杰赛科技（002544.SZ）和大立科技（002214.SZ）等。

**风险提示：**军队改革进程不达预期的风险。

### 军工行业

**推荐** 维持评级

#### 分析师

李良

☎：010-66568330

✉：liliang\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515090001

#### 相关研究

《军工行业 2019 年年度策略报告：破晓年，曙光现》  
2018-02-10

提示:

1、研究样本选取情况。首先，2018 年民参军企业商誉减值较多，同比数据不能很好反应行业发展情况；其次，民船行业不景气，2017 年资产减值计提较多，可比性较差，因此剔除船舶总装厂和民参军企业后，我们选取 39 家军工央企涉军上市公司作为本次分析样本。2、选取财务三张表中的关键科目进行比对分析。3、对包括同一控制下资产重组在内的上市公司财务报表可比统计数据进行调整。

## 一、2018 年和 2019Q1 军工行业基本面持续改善

将 39 家军工集团央企上市公司视为整体，表征军工板块。不考虑关联交易，通过各科目简单加总得到军工板块的利润表、资产负债表和现金流量表，并进行比较分析。

### （一）利润表简析：增收更增利，非经常性损益增长贡献较大

分析利润表中各科目，2018 年军工板块整体实现营业收入 2753.38 亿元，同比增长 4.38%，实现营业利润 166.71 亿元，同比增长 18.63%，实现归母净利 129.4 亿，同比增长 16.72%，表现为增收更增利。2019Q1 板块实现营收 522 亿，同比增长 10.57%，实现营业利润 21.52 亿，同比增长 27.52%，实现归母净利 16.9 亿同比增长 33.72%，利润增长好于预期。

究其原因，我们认为短期因素是军改影响的消退和军费执行力度加大带动行业订单的较快增长，中长期因素则是我国军事装备的补偿性发展和快速升级换代。

表 1 军工板块利润表

科目(单位: 亿元)	2019Q1	2018Q1	同比	2018 年末	2017 年末	同比
一、营业总收入	522.53	472.58	10.57%	2,753.38	2,637.91	4.38%
二、营业总成本	514.25	436.80	17.73%	2,664.21	2,475.93	7.60%
其中: 营业成本	436.06	387.31	12.59%	2,283.88	2,173.61	5.07%
毛利率	16.55%	18.04%	-1.49%	17.05%	17.60%	-0.55%
毛利	86.47	85.26	1.41%	469.50	464.30	1.12%
销售费用	11.68	11.40	2.44%	50.06	50.97	-1.78%
销售费用率	2.24%	2.41%	-0.18%	1.82%	1.93%	-0.11%
管理费用	34.95	35.72	-2.16%	162.92	161.61	0.82%
管理费用率	8.01%	9.22%	-1.21%	5.92%	6.13%	-0.21%
研发费用	16.09	16.26	-1.04%	84.38	76.57	10.20%
研发费用率	137.73%	142.58%	-4.85%	3.06%	2.90%	0.16%
财务费用	5.92	4.85	-56.97%	16.86	31.38	-46.27%
财务费用率	1.13%	1.03%	0.11%	0.61%	1.19%	-0.58%
期间费用	68.65	68.23	0.61%	314.23	320.53	-1.97%
期间费用率	13.14%	14.44%	-1.30%	11.41%	12.15%	-0.74%
三、营业利润	21.52	16.88	27.52%	160.23	135.36	18.37%
四、净利润	17.62	13.28	32.69%	137.51	116.64	17.89%
净利润率	3.37%	2.81%	0.56%	4.99%	4.42%	0.57%

归母净利润	16.90	12.64	33.72%	129.40	110.86	16.72%
扣非归母净利	10.23	8.99	13.75%	89.84	84.25	6.63%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 从盈利能力角度看, 板块盈利能力明显提升

板块 2018 年末和 2019Q1 净利润率分别提升 0.57pct 和 0.56pct, 但是板块毛利率有所下滑。2018 年末和 2019Q1 毛利率分别为 17.05% (同比-0.55pct) 和 16.55% (同比-1.49pct), 我们认为毛利率的下滑与竞争性采购的推广和军方审价趋严密切相关。此外, 板块期间费用率有所下滑, 2018 年末和 2019Q1 期间费用率分别为 11.41% (同比-0.74pct) 和 13.14% (同比-1.3pct), 其中财务费用降低贡献最大, 财务费用分别大幅减少 46.27% 和 56.97%, 一定程度反映出国有企业“提质增效”工作成果显著, 与此同时, 发行可转债和大额再融资一定程度上缓解了上市公司的资金压力, 金融负债规模明显减少。

### 非经常损益对经营利润贡献较大

通过对 2018 年营业利润进行拆解, 我们发现, 首先, 2018 年行业毛利增长 5.2 亿, 对营业利润增长贡献约 21%; 其次, 行业期间费用减少 6.3 亿, 对营业利润增长贡献约 25%; 再次, 资产减值损失的减少额以及非经营层面的因素包括资产处置收益、其他收益和投资收益则对营业利润增长贡献近 54%。

通过对 2019Q1 营业利润进行拆解, 我们发现, 首先, 2018 年行业毛利增长 1.2 亿, 对营业利润增长贡献约 26%; 其次, 行业期间费用增长 0.42 亿, 对营业利润增长贡献约-9%; 再次, 资产减值损失的减少额以及非经营层面的因素包括资产处置收益、其他收益和投资收益则对营业利润增长贡献近 83%, 其中航天通信 Q1 增加的 1.03 亿资产处置收益影响较大。

我们预计二季度军工行业收入仍将维持 10% 左右的增长, 考虑到非经常因素影响, 预计经营利润增速将有所回落, 增速约为 15%-20%。

## (二) 资产负债表简析: 长期负债降低明显, ROE 水平有所提升

分析资产负债表中各科目, 2018 年末和 2019Q1 军工板块总资产分别为 5172.31 亿元和 5137.25 亿元, 总负债分别为 2665.48 亿元和 2597.55 亿元, 资产负债率基本持平, 资本结构变化不大。

资产项下, 应收账款分别为 1039.73 亿和 1123.70 亿, 同比大幅增长 20.59% 和 22.03%, 增速显著高于收入增速, 应收账款周转率也分别下滑 0.22pct 和 0.05pct, 表明行业回款能力同比有所下降, 但随着军队改革影响逐渐消退, 应收账款周转率指标将有所改善。存货余额数据同比和环比均呈现小幅增长态势, 凸显行业备货增加。由于军工央企收购运作较为谨慎, 军工板块商誉余额基本维持在 45 亿左右, 绝对额较低, 风险整体可控。

负债项下, 由于可转债等金融工具的大量使用, 军工板块非流动负债规模明显降低, 其中长期借款分别同比减少 29.22% 和 11.76%。但预收账款同比明显下滑, 反映军工板块接单情况趋弱。

军工板块整体盈利能力有所提升, 2018 年末和 2019Q1 军工板块净资产收益率分别为 5.46%

和 0.68%，同比分别增加 0.37pct 和 0.11pct。通过杜邦分析，细分项中总资产周转率和权益乘数同比基本持平，净利润率分别增长 0.57pct 和 0.56pct，成为 ROE 提升的主要因素

表 2 军工板块资产负债表

科目(单位: 亿元)	2019Q1	2018Q1	同比	2018 末	2017 末	同比
<b>一、资产总计</b>	<b>5,137.25</b>	<b>4,770.84</b>	<b>7.68%</b>	<b>5,172.31</b>	<b>4,868.71</b>	<b>6.24%</b>
总资产周转率	0.1	0.1		0.53	0.56	
<b>流动资产</b>						
货币资金	771.05	801.26	-3.77%	931.11	953.84	-2.38%
应收票据	235.00	231.63	1.45%	274.94	281.46	-2.32%
应收账款	1,123.70	920.82	22.03%	1,039.73	862.21	20.59%
应收账款周转率	0.48	0.53		2.67	2.89	
存货	1,173.97	1,083.95	8.30%	1,102.17	1,009.96	9.13%
存货周转率	0.38	0.37		1.95	2.13	
<b>非流动资产</b>						
固定资产净值		750.24		802.55	781.79	2.66%
在建工程	337.6	335.4	0.66%	337.6	335.4	0.66%
商誉	45.14	44.96	0.40%	45.15	44.01	2.59%
<b>二、负债总计</b>	<b>2,597.54</b>	<b>2,397.94</b>	<b>8.32%</b>	<b>2,665.48</b>	<b>2,499.85</b>	<b>6.63%</b>
资产负债率	50.56%	50.26%		51.53%	51.35%	
<b>流动负债</b>						
短期借款	417.18	384.36	8.54%	458.73	419.82	9.27%
应付票据及应付账款	1348.02	1183.57	13.89%	1301.21	1175.82	10.66%
预收账款	258.87	320.4	-19.20%	260.5	305	-14.59%
<b>非流动负债</b>						
长期借款	109.57	124.18	-11.76%	103.98	146.89	-29.21%
<b>三、股东权益</b>	<b>2,539.71</b>	<b>2,372.90</b>	<b>7.03%</b>	<b>2,506.83</b>	<b>2,368.86</b>	<b>5.82%</b>
权益乘数	2.02	2.01		2.06	2.06	
净资产收益率	0.68%	0.57%		5.46%	5.09%	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (三) 现金流量表简析: 经营活动现金流减少, 筹资活动现金流明显增长

分析现金流量表中主要科目, 2018 末军工板块经营活动现金流大幅下滑 36.9%, 主要源于应收账款 20.59% 的大幅增长, 增速远远高于 4.38% 的收入增速。我们认为应收账款高企与军队改革的大背景息息相关, 未来改善可期。2018 年末与 2019Q1 筹资活动现金流净额增速均达两位数增长, 主要得益于可转债等融资金融工具的运用。

**表 3 军工板块现金流量表**

科目 (单位: 亿元)	2019Q1	2018Q1	同比	2018 末	2017 末	同比
经营活动产生的现金流量净额	-88.4	-76.97	-14.85%	66.18	104.88	-36.90%
投资活动产生的现金流量净额	-44.15	-21.93	-101.32%	-169.83	-160.83	-5.60%
筹资活动产生的现金流量净额	-18.85	-23.68	20.40%	93.08	72.82	27.82%
企业自由现金流	-137.14	-109.78	24.92%	-104.15	120.94	-186.12%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、细分板块景气度向好, 电科和兵器子板块弹性较大

提示: 1、研究样本选取情况。将军工板块分为航空板块 (11 家)、航发板块 (3 家)、航天科技板块 (5 家)、航天科工板块 (4 家)、中电科板块 (5 家) 以及兵器工业板块 (4 家) 六个细分板块; 3、选取营业收入和经营利润两个反映企业经营状况的财务指标; 4、通过整体法对六个细分板块进行分析。

### 滞后分析: 收入和利润端

从收入端来看, 2018 年六大细分板块收入增速均为个位数, 其中航天系两板块位列前二, 收入增长分别为 7.59% 和 6.70%。2019Q1 各版块收入增速差异较大, 其中航空和航发板块位列前二, 分别增长 23.5% 和 19.64%, 显示在航空产业中推行的均衡生产成效显著。

从利润端来看, 2018 年全年, 兵器工业、航天科技和航空板块盈利能力较强, 经营利润增长分别达 34.34%、30.13% 和 16.75%。中电科盈利能力最弱, 经营利润增速为 -39.42%。由于军工行业的特殊性, 年终集中交付特征明显, 一季度利润端的变化不具备参考意义, 而航空产业均衡生产的推广在业绩弹性中充分得以体现。

**表 4 六大细分板块收入和利润情况**

	2019Q1				2018Y			
	营收	QOQ	经营利润	QOQ	营收	YOY	经营利润	YOY
航空板块	227.33	23.50%	9.3	136.00%	1084.83	5.30%	60.66	16.75%
航发板块	44.39	19.64%	0.61	253.60%	282.13	3.09%	14.16	-7.08%
航天科技板块	63.08	2.28%	1.07	6.01%	324.21	6.70%	14.99	30.13%
航天科工板块	27.3	-33.41%	3.73	17.77%	174.83	7.59%	14.17	7.82%
中电科板块	18.19	12.06%	-1.09	-9.94%	153.53	1.36%	5.87	-39.42%
兵器工业板块	31	-2.22%	2.6	40.61%	216.42	5.14%	12.17	34.34%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 前瞻分析: 存货和预收账款

存货的增加包括主动增加存货和被动增加存货两种情况, 我们认为军工行业未来若干年仍将处于景气向上的周期阶段。随着市场需求的逐步释放, 军工行业存货增加大概率属于行业主

体的主动备货行为，并有望转化为未来营收的增加。而预收账款的增加则直接反映了行业下游客户的需求强度，营收增长确定性较强。

从6大细分板块分析来看，航天科工板块存货和预收账款均呈现大幅下滑态势，板块收入增长现隐忧，2019Q1的板块收入减少33.41%，间接验证了2018年存货和预收款数据的变化期限匹配较好。航空板块2018年末和2019Q1存货均呈现小幅增长，预收账款下滑幅度较大，达-37.68%，2019Q1营收仍增长23.50%，我们认为航空板块存在期限滞后匹配，未来收入增长或将有所放缓。而中电科和兵器工业板块的预收账款均呈现较大幅度增长，预示着两个细分板块的未来收入增速或将缓慢抬升。

表5 六大细分板块存货和预收账款情况

	2019Q1				2018Y			
	存货	QOQ	预收账款	QOQ	存货	YOY	预收账款	YOY
航空板块	574.11	4.65%	96.59	-43.27%	561.20	10.47%	115.20	-37.68%
航发板块	208.43	15.22%	19.99	17.51%	179.13	9.62%	16.87	0.76%
航天科技板块	122.1	6.53%	20.36	13.31%	117.28	14.20%	20.02	7.46%
航天科工板块	28.99	-22.58%	4.78	-63.35%	21.69	-18.04%	3.88	-57.93%
中电科板块	44.76	16.92%	9.13	48.31%	38.55	9.29%	7.97	65.82%
兵器工业板块	51.45	8.04%	74.71	29.04%	47.91	15.67%	63.89	76.34%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李良，军工行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：航发动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航机电（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、中国动力（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)