

军工行业19年中报综述：行业景气，ROE持续上行

■军工行业中报业绩增长好，行业景气度持续，航空装备表现突出。

我们选取军工行业122家军工企业全口径采用整体法统计，合计实现营业收入(2351.82亿，+4.87%)；实现归母净利润(116.05亿，+16.73%)，主要因为：一方面军工行业整体受十三五后期武器装备换装列装进度加速带来的订单及收入确认加快，军工行业保持较高景气度；另一方面航空工业推进均衡生产，上半年交付确认明显增多，同比业绩增长明显。此外，军工企业优化体制结构降本增效，管理费、销售费及财务费用率均有不同程度下降。

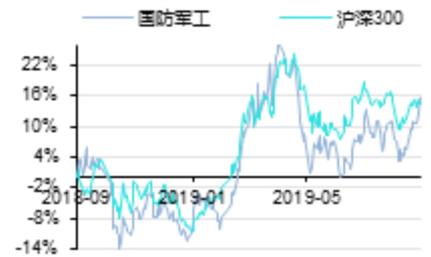
按照企业性质分类看，2019上半年，国企军工上市公司(54家)实现营业收入(1894.62亿，+5.61%)、归母净利润(77.08亿，+28.42%)；民参军军工上市公司(68家)实现营业收入(457.20亿，+1.94%)、归母净利润(38.97亿，-1.07%)。整个军工行业中，国企营收占比81%，归母净利润占比66%。军工国企的营收及净利增长态势均好于民参军上市公司，我们认为国企承担大部分军工武器装备任务，更多受益十三五后期的行业高景气，目前民参军中核心军工业务占比仍还较小，此外非军工业务应是影响民参军归母净利润下滑的主要原因。

按照子行业分类看，2019上半年，航空板块实现营业收入(789.61亿，+19.88%)、归母净利润(48.33亿，+47.60%)；航天板块实现营业收入(316.96亿，-6.33%)、归母净利润(9.28亿，-16.61%)；兵器板块实现营业收入(231.42亿，-1.16%)、归母净利润(9.49亿，-21.00%)；船舶板块实现营业收入(542.83亿，+4.34%)、归母净利润(24.77亿，+34.40%)；信息化板块实现营业收入(323.93亿，-4.25%)、归母净利润(23.15亿，-4.69%)。航空板块受均衡生产节奏带动营收及利润增长较快且占比显著提升，船舶板块去年基数低今年回升有较大增长，航天、兵器、信息化则多受民品影响整体平稳或有下降。其中，航天板块中军品占比高的典型公司19H1实现营业收入(205.19亿，+8.89%)，归母净利润(12.33亿，+12.47%)，整体较为符合我国航天的行业增速。信息化板块同样19H1军品占比较大15家标的收入增长17.70%，净利润增长29.68%。

按照产业链环节分类，2019上半年，主机厂实现营业收入(704.87亿，+11.22%)、归母净利润(26.70亿，+80.26%)；分系统实现营业收入(452.00亿，+11.65%)、归母净利润(22.27亿，+1.35%)；元器件实现营业收入(116.06亿，+24.03%)、归母净利润(17.11亿，+29.24%)；新材料板块实现营业收入(34.39亿，+43.82%)、归母净利润(8.17亿，+45.85%)。主机厂增长明显主要是占比较大的航空主机厂业绩大幅增长的拉动，另船舶主机厂归母净利润(15.84亿，+84.09%)也有较大增长；分系统板块营收增速较2018H1增速略有提高，营收增长主要来自于中国动力，其占据了分系统板块增长值的64.03%；元器件板块维持稳健增长态势，新材料板块则收入增长较快。我们认为主机厂主要是均衡交付带来确认进度的中报高增

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	-3.99	-12.43	-30.66	
绝对收益	-4.09	-7.75	-16.72	

冯福章

分析师

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

张傲

分析师

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

余平

分析师

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

花超

报告联系人

huachao1@essence.com.cn

相关报告

南北船集团筹划战略性重组点评：短期有所刺激，未来还是要看主业发展情况
2019-07-02

【安信军工-科创板】睿创微纳：国内非制冷红外热像领先企业
2019-06-27

【安信军工】商业航天产业研究专题——商业火箭 冉冉升起
2019-06-05

【安信军工】2018年军工年报及2019年一季报深度综述
2019-05-08

航空发动机：国之重器，国产化势在必行
2019-03-14

长，元器件板块下游客户涵盖整个军工行业，可以看出军工行业十三五后期的高景气度，随着产业链的不断向下传导，预计分系统及主机厂仍有增长动力。

19年中报资产负债表的变化再次验证军工行业的基本面改善，元器件和新材料领域突出。资产负债表科目重点关注预收账款（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）、应收账款（反映回款）等科目的变化。

从细分方向上看：①预收账款同比减少 15.75%，其中航空板块减少 27.09%，或与均衡生产交付确认节奏有关；信息化板块扣除异常值后同比增长 8.07%，因下游客户不同差异化较大；②存货扣除船舶增长 17.42%，其中兵器、航天、信息化增速较快，分别为 31.52%、17.38%、17.21%，兵器或因上游配套、交付滞后导致存货-在产品突出；信息化随着军改影响削弱及国产化替代推进，相关标的订单增长较快，因此原材料、在产品增速高于存货增速；③应付款项增长 3.82%，其中兵器、航空与信息化分别增长 15.72%、11.68%、6.92%；④应收款项，航空、兵器周转率加快，或为交付加快影响，预计进入十四五末行业整体回款将改善。

从产业链上下游来看：①下游主机厂，由于航空均衡生产、船舶底部复苏导致预收、存货大幅减少；②中游分系统以航空、信息化为代表，存货、预收、应付分别增长 22.45%、18.48%、26.03%；③上游元器件稳健增长，存货（+20.85%）、应付（+21.60%）等与收入增长（+24.03%）基本匹配；④上游新材料收入增长较快（43.82%），存货增长 59.87%，其中在产品同比增长 130.68%，关注后续利润表的兑现程度。

军工回款集中于下半年，上半年经营性现金流一般为负。2019H1，军工行业因船舶板块的中国重工影响，经营性现金流同比变差。我们认为，随着下半年军工产品交付和回款转好，全年经营性现金流或与往年一样转正，而且随着军改逐步落地并接近十三五后两年交付密集期，预计行业现金流情况将继续改善。

■当前位置继续看好军工三季度行情

当前我们继续看好军工三季度的阶段性行情，但我们对四季度行业较为谨慎。主要逻辑如下：

- 1) 从均衡配置而言，偏价值的行业配置高企，现在略微松动，军工股是可选行业之一；
- 2) 从行业增长角度，保持稳健增长的确定性高，预计 19 年增长 20%附近，明后年增长可能仍有 15-20%，前景相对清晰；
- 3) 从估值方面，虽然军工板块整体估值仍有 40 多倍，但内部分化大（部分公司估值 20、30 多倍），考虑到即将到来的跨年估值切换，估值可看；
- 4) 事件性催化因素。

■重点关注国企零部件、主机厂、信息化、民参军等

- 1) 国企零部件具有长期配置价值，稳健增长、回撤较小，仍继续关注中航光电、航天电器、振华科技等估值、业绩增速匹配的标的；

- 2) 主机厂建议重点关注中直股份、中航沈飞；
- 3) 信息化具有 TMT 属性，关注航天发展、四创电子等；
- 4) 民参军根据情况动态调整，当前关注长鹰信质、楚江新材、火炬电子等。

■风险因素：

估值相对其他板块高企；政策对现有价格体系的冲击。

内容目录

一、盈利能力改善 ROE 持续上行，行业高景气度持续	7
1.1. 国企营收及净利增长均好于民参军.....	9
1.2. 航空装备均衡生产增长明显，船舶开始回升.....	10
1.2.1. 航空：均衡生产时间过半任务过半，费用降低盈利水平持续提升.....	11
1.2.2. 航天：聚焦主业，履行强军首责，追求高质量发展.....	12
1.2.3. 兵器：稳定发展、长期投入.....	13
1.2.4. 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.....	14
1.2.5. 信息化：收入波动较大，多主业，民品业务拖累所致.....	15
1.3. 产业链两端增长较快：主机厂均衡生产明显增长，元器件新材料普遍增长快.....	16
二、资产负债表亮点较多，验证行业基本面改善	21
2.1、预收账款：航空因均衡生产大幅下滑，信息化同比增长较快.....	21
2.2、存货：扣除船舶增长 17.42%，兵器、航天、信息化增速较快.....	22
2.3、应付款项：兵器、航空、信息化增长较快.....	24
2.3、应收款项：航空、兵器周转率加快，十四五末军工回款或好转.....	25
2.4、产业链上下游：上游元器件稳健、新材料突出，主机厂因均衡生产等波动大.....	26
三、军工回款集中于下半年，上半年经营性现金流一般为负	29
四、近期观点：当前位置继续看好军工三季度行情	32
4.1、国企零部件：稳健增长，长期配置，回撤较小.....	32
4.2、主机厂重点关注中直股份、中航沈飞.....	33
4.3、信息化：高增长叠加估值修复，具备 TMT 属性.....	33
4.4、民参军：动态调整，优选估值合理、长期具有基本面支撑的标的.....	34
五、重点公司中报点评汇总	36
6.1、中航光电：中航光电 19H1 实现归母净（5.73 亿元，+23.13%），符合市场预期.....	36
6.2、航天电器：军品行业景气、民用空间逐步打开.....	38
6.3、中直股份：2019H1 归母净利润同比增长 35.50%，超市场预期.....	40
6.4、中航沈飞：深度推进均衡生产，业绩符合预期.....	42
6.5、长鹰信质：2019H1 无人机业务景气，电机零部件业务优于行业.....	43
6.6、振华科技 19H1 实现归母净（2.19 亿元，+33.75%）.....	45
6.7、楚江新材 19H1 实现归母净（2.21 亿元，+3.67%），拟发行可转债不超过 18.3 亿元... ..	45
6.8、航天发展：19H1 实现归母净（2.23 亿元，+37.92%）.....	48
6.9、红相股份：2019H1 归母净利润同比增长 17.39%，逐季改善明显.....	50
6.10、中国船舶：2019H1 归母净利润 0.45 亿元，关注资产重组方案演进带来的投资机会.....	52

图表目录

图 1：军工行业近五年中报营收及增速（百万元，%）.....	7
图 2：军工行业近五年中报归母净利及增速（百万元，%）.....	7
图 3：各行业 2019H1 营收同比增速及排名.....	7
图 4：各行业 2019H1 归母净利同比增速及排名.....	7
图 5：军工行业近五年中报毛利率及净利率改善.....	8
图 6：军工行业近五年中报期间费用率.....	8
图 7：军工行业整体 ROE 水平连续三年持续上升.....	8
图 8：军工国企近五年中报营收及增速（百万元，%）.....	9

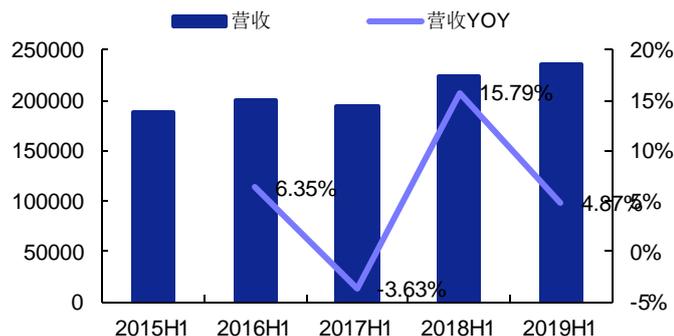
图 9: 军工民参军近五年中报归母净利及增速 (百万元, %)	9
图 10: 军工国企近五年中报归母净利及增速 (百万元, %)	9
图 11: 军工民参军近五年中报归母净利及增速 (百万元, %)	9
图 12: 军工国企毛利率及净利率 (%)	10
图 13: 民参军毛利率及净利率 (%)	10
图 14: 军工国企期间费用率	10
图 15: 民参军期间费用率	10
图 16: 航空板块及航空主机厂历年 H1 营收 (百万元)	11
图 17: 航空板块及航空主机厂归母净利润 (百万元)	11
图 18: 航空板块历年 H1 毛利率和净利率 (%)	12
图 19: 航空板块历年期间费用率 (%)	12
图 20: 航天板块代表性公司整体营收及增速变化	12
图 21: 航天板块代表性公司整体归母净利及增速变化	12
图 22: 航天板块整体毛利率同比改善 1.37 个百分点	13
图 23: 航天板块期间费用率 (%)	13
图 24: 兵器板块历年营收情况	13
图 25: 兵器板块历年归母净利润情况	13
图 26: 兵器板块历年毛利率情况	14
图 27: 兵器板块历年三费率情况	14
图 28: 船舶板块历年营收情况	14
图 29: 船舶板块历年归母净利润情况	14
图 30: 我国新造船订单与新造船价格指数情况	15
图 31: 船舶板块历年毛利率情况	15
图 32: 信息化板块历年 H1 营收 (百万元)	15
图 33: 信息化板块历年 H1 归母净利润 (百万元)	15
图 34: 军品占比较大板块历年 H1 营收 (百万元)	16
图 35: 军品占比较大板块历年 H1 归母净 (百万元)	16
图 36: 军品占比较大板块历年 H1 毛利率和净利率 (%)	16
图 37: 军品占比较大板块历年期间费用率 (%)	16
图 38: 主机厂营收及增速	17
图 39: 主机厂归母净利及增速	17
图 40: 主机厂毛利率及净利率	17
图 41: 主机厂期间费用率	17
图 42: 分系统板块历年营收情况	18
图 43: 分系统板块历年归母净利润情况	18
图 44: 分系统板块历年毛利率情况	18
图 45: 分系统板块历年三费率情况	18
图 46: 军工行业经营性现金流 (百万元)	29
图 47: 军工国企经营性现金流 (百万元)	29
图 48: 民参军经营性现金流 (百万元)	29
图 49: 信息化板块经营性现金流 (百万元)	30
图 50: 军品占比较大板块经营性现金流 (百万元)	30
图 51: 中直股份 PE-TTM	33
图 52: 19 年 8 月《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定 (征求意见稿)》满足条件	47

表 1: 军工按企业性质分类营收净利占比及同比变化 (百万元, %)	9
表 2: 军工各子行业占比及同比变化 (百万元)	10
表 3: 航空工业集团 2019 年上半年均衡生产情况	11
表 4: 军工板块上配套层级营收及净利的占比及同比变化 (百万元, %)	17
表 5: 19 年半年报典型元器件公司营业收入、归母净利情况 (百万元)	18
表 6: 19 年半年报典型元器件公司毛利率、净利率情况 (%)	19
表 7: 19 年半年报典型元器件公司费率情况 (百万元)	19
表 8: 19 年半年报典型新材料公司营业收入、归母净利情况 (百万元)	19
表 9: 19 年半年报典型新材料公司毛利率、净利率情况 (%)	20
表 10: 19 年半年报典型新材料公司费率情况 (百万元)	20
表 11: 19 年半年报预收账款情况 (单位: 百万元)	21
表 12: 19 年半年报存货情况 (百万元)	22
表 13: 19 年半年报原材料和在产品占比情况	23
表 14: 19 年半年报应付账款及应付票据情况 (百万元)	24
表 15: 19 年半年报应收账款及应收票据情况 (百万元)	错误!未定义书签。
表 16: 19 年半年报应收账款及应收票据周转率	错误!未定义书签。
表 17: 19 年半年报产业链各板块预收、应付及应收情况 (百万元)	26
表 18: 19 年半年报产业链各板块存货及明细 (百万元)	26
表 19: 19 年半年报典型元器件公司预收、应付及应收情况 (百万元)	27
表 20: 19 年半年报典型元器件公司存货及明细 (百万元)	27
表 21: 19 年半年报典型新材料公司预收、应付及应收情况 (百万元)	28
表 22: 19 年半年报典型新材料公司存货及明细 (百万元)	28
表 23: 军工行业经营性现金流 (百万元)	29
表 24: 军工行业经营性现金流 (百万元)	31
表 25: 今年以来国防军工指数表现	32
表 26: 典型军工标的当前的估值水平	32
表 27: 中航光电、航天电器过去十年的主要财务数据	错误!未定义书签。
表 28: 典型信息化相关企业过去几年的收入及增长情况	34
表 29: 募投项目	46
表 30: 收购三家标的业绩承诺	49

一、盈利能力改善 ROE 持续上行，行业高景气度持续

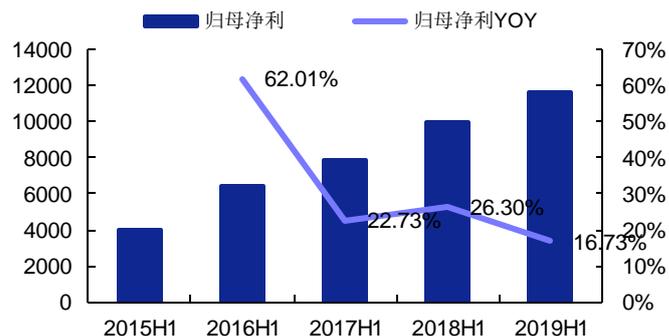
2019 年上半年军工行业整体业绩增长较好。我们选取军工行业 121 家军工企业全口径采用整体法统计,合计实现营业收入(2351.82 亿,+4.87%);实现归母净利润(116.05 亿,+16.73%),主要因为:一方面军工行业整体受十三五后期武器装备换装列装进度加速带来的订单及收入确认加快,军工行业保持较高景气度;另一方面航空工业推进均衡生产,上半年交付确认明显增多,同比业绩增长明显。此外,军工企业优化体制结构降本增效,管理费、销售费及财务费用率均有不同程度下降。

图 1: 军工行业近五年中报营收及增速 (百万元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

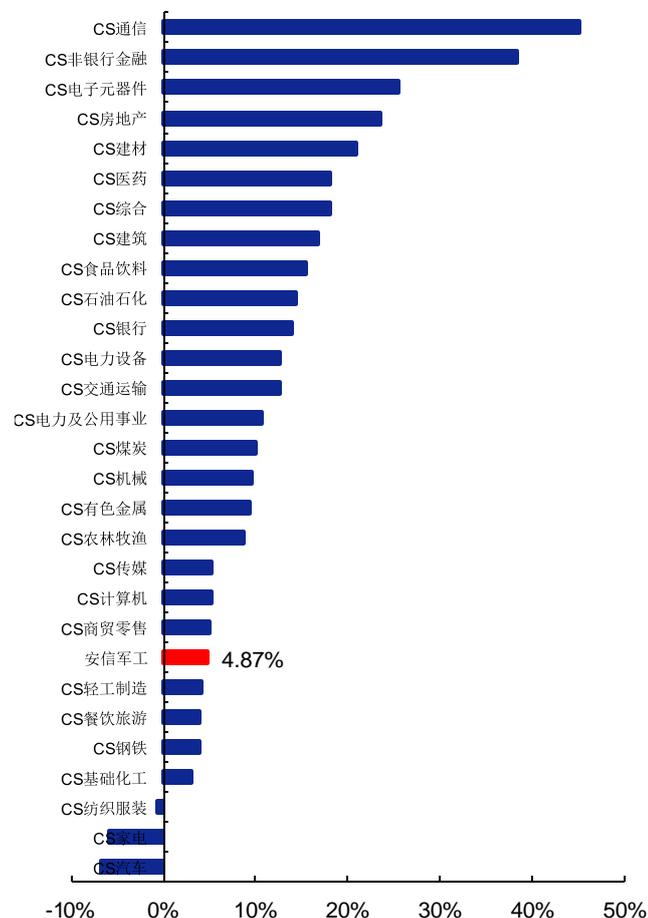
图 2: 军工行业近五年中报归母净利润及增速 (百万元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

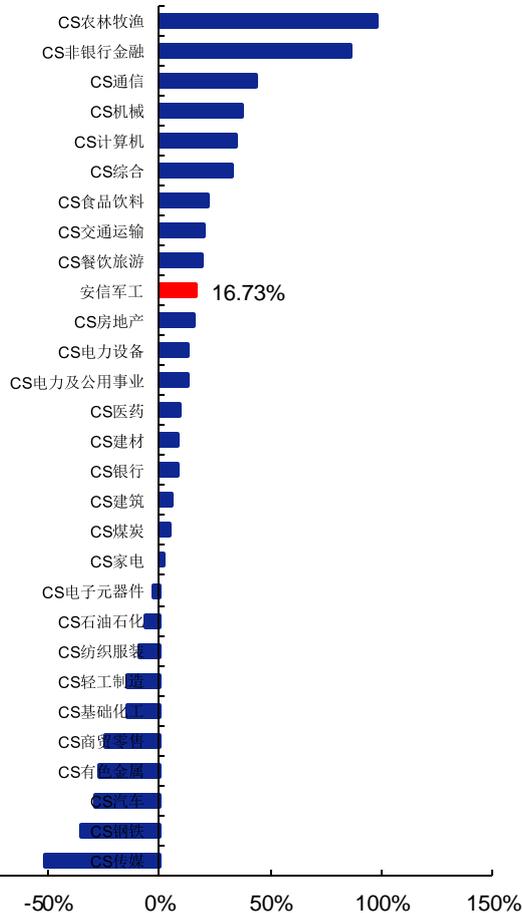
2019 年上半年,军工行业在 A 股 29 个行业中,收入端增速排在第 22 位、归母净利润增速排在第 10 位。归母净利润同比增速高于营收增速,军工行业整体盈利能力改善相对明显。

图 3: 各行业 2019H1 营收同比增速及排名



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 4: 各行业 2019H1 归母净利润同比增速及排名



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

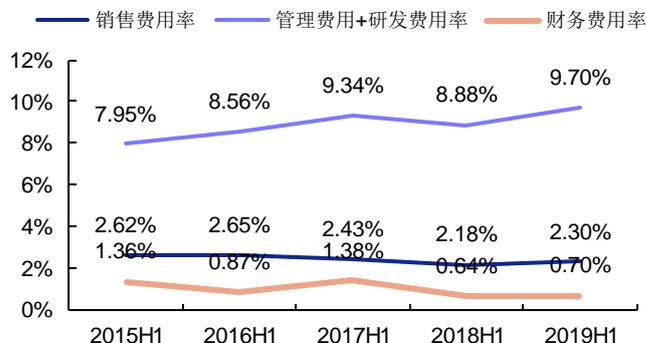
军工行业整体毛利率及净利率均有提升。整体毛利率 17.48%，开始企稳回升，同比改善 0.49 个百分点，或主要是产品结构上军品业务占比提高；净利率 4.93%，同比提高 0.69 个百分点，同步改善。期间费用率整体上有所上升，主要是管理费用+研发费用率上升了 0.81 个百分点，其他销售费用率、财务费用率平稳。

图 5：军工行业近五年中报毛利率及净利率改善



资料来源：wind，安信证券研究中心

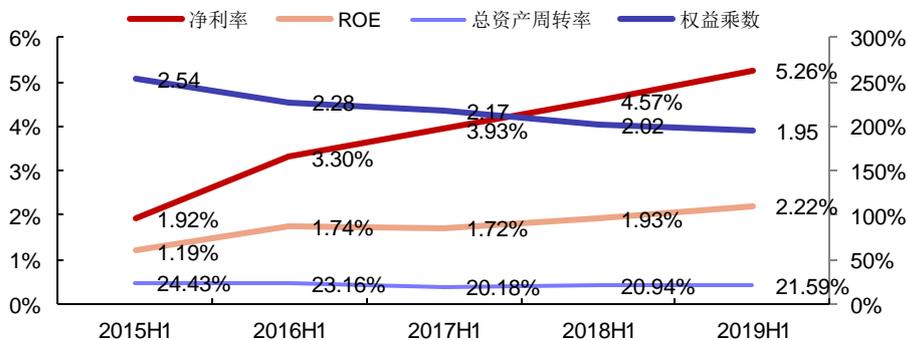
图 6：军工行业近五年中报期间费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心

军工行业 ROE 水平已连续三年持续上升。一方面是军工企业净利率水平较好改善，盈利能力改善明显；总资产周转率保持平稳略有提升，认为主要跟航空工业近两年推进均衡生产，带来的资产周转改善有关；权益乘数持续下降，代表军工企业的资产负债率不断下降，我们认为跟近几年军工央企压缩层级，主动降低资产负债率有关。整体上，我们认为随着军工企业不断聚焦主业，提质增效，追求高质量发展，总资产周转率仍有较大提升空间，同时盈利能力有望继续改善，军工行业的整体 ROE 水平有望持续提高。

图 7：军工行业整体 ROE 水平连续三年持续上升



资料来源：wind，安信证券研究中心

1.1. 国企营收及净利增长均好于民参军

按照企业性质分类统计: 2019 上半年, 国企军工上市公司 (54 家) 实现营收 (1894.62 亿, +5.61%)、归母净利润 (77.08 亿, +28.42%); 民参军军工上市公司 (68 家) 实现营收 (457.20 亿, 1.94%)、归母净利润 (38.97 亿, -1.07%)。整个军工行业中, 国企营收占比 81%, 归母净利润占比 66%, 两者占比相比去年同期均有提升。民参军上市公司多是参与军工信息化领域或提高军工电子类产品, 盈利水平上普遍高于国企, 故归母净利润占比 (34%) 高于其营收占比 (19%)。整体上看, 军工国企的营收及净利增长态势均好于民参军上市公司, 我们认为国企承担大部分核心军工武器装备任务, 更多受益十三五后期的行业高景气, 目前民参军中核心军工业务占比仍还较小, 此外非军工业务应是影响民参军归母净利润下滑的主要原因。

表 1: 军工按企业性质分类营收净利占比及同比变化 (百万元, %)

企业性质	数量	2018H1 营收	2019H1 营收	占比	2018H1 归母净利	2019H1 归母净利	占比	营收增速	归母净利增速
国企	54	179,398.71	189,462.11	80.56%	6002.14	7707.87	66.42%	5.61%	28.42%
民参军	68	44,852.00	45,720.05	19.44%	3939.22	3897.02	33.58%	1.94%	-1.07%
总计	122	224,250.71	235,182.15	100.00%	9941.36	11604.88	100.00%	4.87%	16.73%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 8: 军工国企近五年中报营收及增速 (百万元, %)



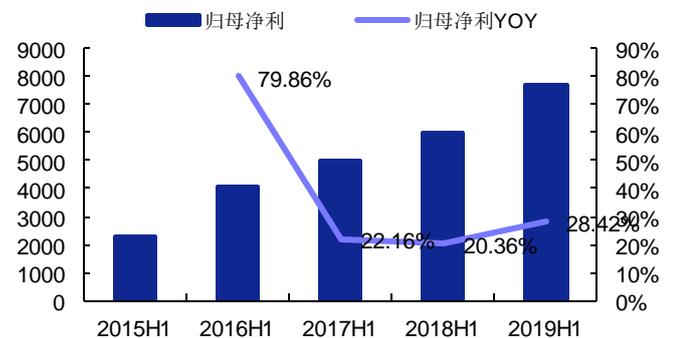
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 9: 军工民参军近五年中报归母净利及增速 (百万元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 10: 军工国企近五年中报归母净利及增速 (百万元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

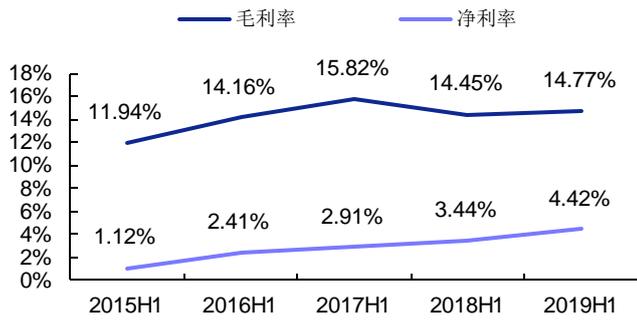
图 11: 军工民参军近五年中报归母净利及增速 (百万元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

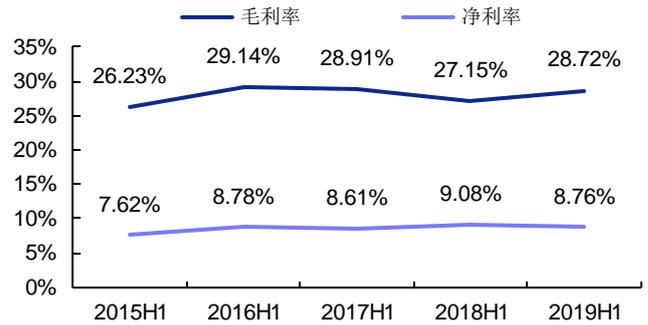
国企毛利率改善 0.32 个百分点, 净利率提高 0.98 个百分点, 净利率改善明显好于毛利率, 说明国企提质增效效果, 不断提高经营效率, 整体盈利能力不断改善。民参军企业毛利率提升 1.58 个百分点, 但净利率下降 0.32 个百分点, 我们认为或是民参军整体军工业务占比不高, 民品业务受宏观经济影响, 营收略为增长情况下短期管理、销售等成本难以下降, 造成整体盈利能力受到压制。

图 12: 军工国企毛利率及净利率 (%)



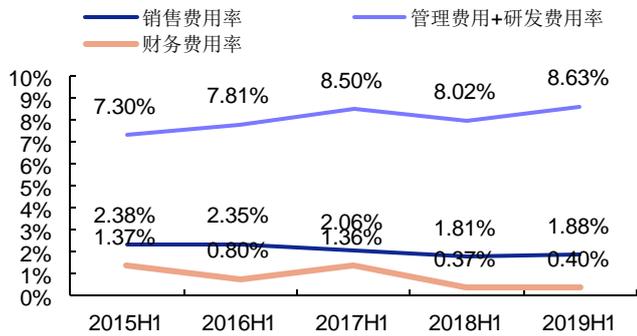
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 13: 民参军毛利率及净利率 (%)



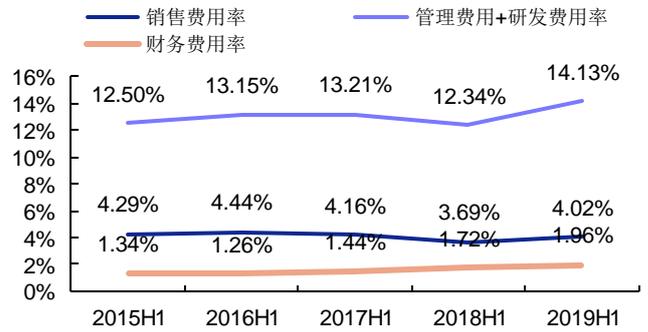
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 14: 军工国企期间费用率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 民参军期间费用率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.2. 航空装备均衡生产增长明显, 船舶开始回升

按照子行业统计: 航空装备受均衡生产节奏带动营收及利润增长较快且占比显著提升、船舶行业去年基数低今年业绩回升有较大增长, 航天、兵器、信息化则多受民品影响整体平稳或有下降。军工 5 个子行业中, 航空装备收入基数大、增速高, 收入占比已经达到 36%, 归母净利占比接近行业整体的 42%。信息化装备利润率水平较高, 营收占比 15%, 归母净利占比 20%。其中, 航天板块中军品占比高的典型公司 19H1 实现营收 (205.19 亿, +8.89%), 归母净利 (12.33 亿, +12.47%), 整体较为符合我国航天的行业增速。信息化板块同样选取军工占比较高的代表性公司 19H1 军品占比较大 15 家标的收入增长 17.70%, 净利润增长 29.68%。

表 2: 军工各子行业占比及同比变化 (百万元, %)

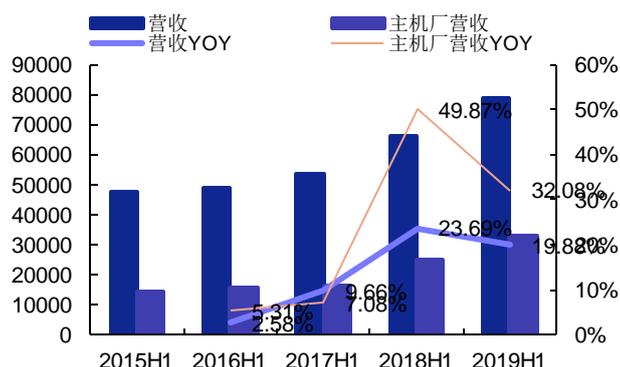
子行业	2018H1 营收	2019H1 营收	占比	2018H1 归母净利	2019H1 归母净利	占比	营收增速	归母净利增速
航空	65,866.35	78,961.01	35.81%	3274.35	4832.85	42.02%	19.88%	47.60%
航天	33,837.06	31,696.05	14.38%	1112.53	927.75	8.07%	-6.33%	-16.61%
兵器	23,413.63	23,142.34	10.50%	1200.88	948.70	8.25%	-1.16%	-21.00%
船舶	52,027.50	54,283.31	24.62%	1842.64	2476.50	21.53%	4.34%	34.40%
信息化	33,829.18	32,392.97	14.69%	2429.25	2315.22	20.13%	-4.25%	-4.69%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.2.1. 航空：均衡生产时间过半任务过半，费用降低盈利水平持续提升

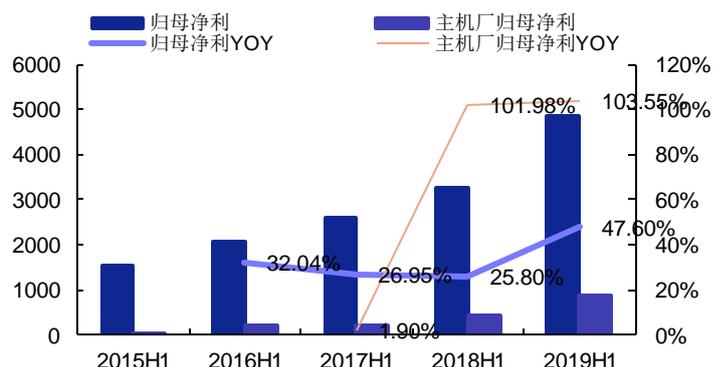
航空工业继续推进均衡生产，众多企业实现时间过半、任务过半，上半年业绩增长明显。航空板块 19H1 实现营收（789.61 亿，+19.88%）、归母净利润（48.32 亿，+47.60%），主要因为航空工业集团尤其是主机厂，上半年仍深入推进均衡生产，众多航空工业企业实现了时间过半、任务过半，同时叠加我国新型装备换装列装速度加快，而带来上半年收入及利润大增。其中，航空主机厂（中航沈飞、中直股份、中航飞机）合计实现营收（328.73 亿，+32.08%，占航空板块 41.63%），归母净利润（18.58 亿，+103.55%，占航空板块 18.54%）。尤其，中航沈飞实现营收（112.84 亿，+80.35%），归母净利润（4.31 亿，+331.68%）。

图 16: 航空板块及航空主机厂历年 H1 营收(百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 17: 航空板块及航空主机厂归母净利润(百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

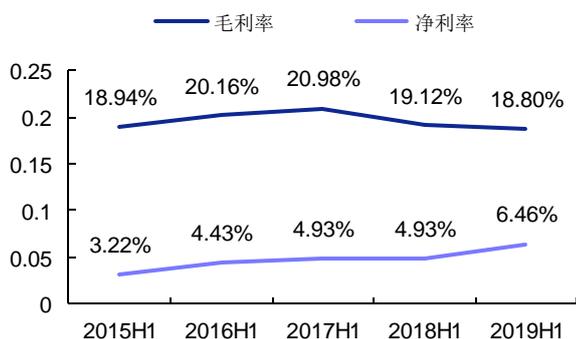
表 3: 航空工业集团 2019 年上半年均衡生产情况

主要内容
<p>沈飞</p> <p>着眼于部队战训“真打实备”对产品提出的更高要求，强力推行一系列创新：完善生产管理顶层架构、推进 AOS 管理在生产一线的深度应用，加速生产管理信息化建设等，确保为客户提供准时交付的“星级服务”。功能附件生产厂放弃长期以来的工时绩效考核制度，实行积分制，员工绩效由生产单元承包活化分配。该厂连续数月实现按计划按期完成率、日均交付计划工时完成率位居生产单位前茅。</p> <p>以均衡生产、准时交付为手段，推动存货和成本管控。通过细化计划颗粒度，提高装配需求的准确性；用精细的计划控制，合理调配资源；全流程控制和差异化考核，推动工人劳动积极性；现场问题管控加速了各类问题处理的进程；强化供应链体系建设补齐短板。各专业厂通过建立协同“短链”，持续优化上下游工序，提升“多兵种作战”的协同能力。热表处理厂主动提升服务意识，制定快速、准确的响应机制来满足下级工序“用户”需求；精艺加工中心则通过“握手计划”，积极开展厂际协作，探索最优经济批量。</p>
<p>西飞</p> <p>聚焦均衡交付目标，全面开展能力建设，改造两线装配工装，实现“两线共制”；开展“提质增效”工程，持续改善生产瓶颈；强化质量安全，加大现场技术问题处理力度。各零件生产单元对标科研生产管控计划，统筹各项资源，科学布置排产计划，力保零件计划、断线计划、三随计划和航空零备件计划完成率 100%。目前，陕飞零件生产稳步提升，铅封交付完成序时目标，飞机转场超额完成序时目标，均衡交付再创新高。</p>
<p>陕飞</p> <p>聚焦均衡交付目标，全面开展能力建设，改造两线装配工装，实现“两线共制”；开展“提质增效”工程，持续改善生产瓶颈；强化质量安全，加大现场技术问题处理力度。各零件生产单元对标科研生产管控计划，统筹各项资源，科学布置排产计划，力保零件计划、断线计划、三随计划和航空零备件计划完成率 100%。目前，陕飞零件生产稳步提升，铅封交付完成序时目标，飞机转场超额完成序时目标，均衡交付再创新高。</p>

资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

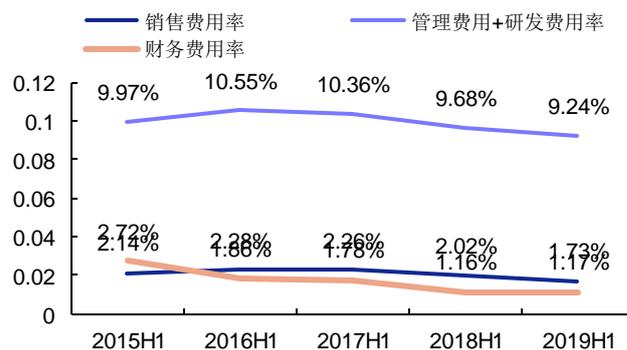
提质增效成果显著，毛利率略下降，但期间费用大幅降低，净利率有较好改善。航空板块毛利率 18.80%，下降 0.31 个百分点，但由于三费控制良好，期间费用有所缩减 0.71 个百分点，净利润率反而由 4.93%提高至 6.46%，改善 1.53 个百分点。近年来，航空工业集团推进“瘦身健体、提质增效”，大力控成本、降费用、压支出，取得了较为明显的效果。

图 18: 航空板块历年 H1 毛利率和净利率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 19: 航空板块历年期间费用率 (%)

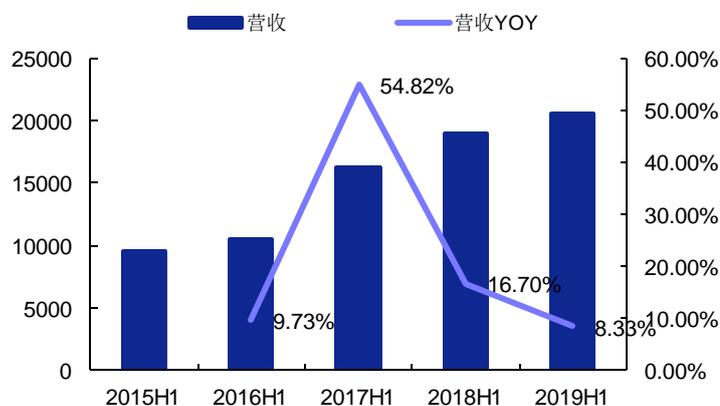


资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.2.2. 航天: 聚焦主业, 履行强军首责, 追求高质量发展

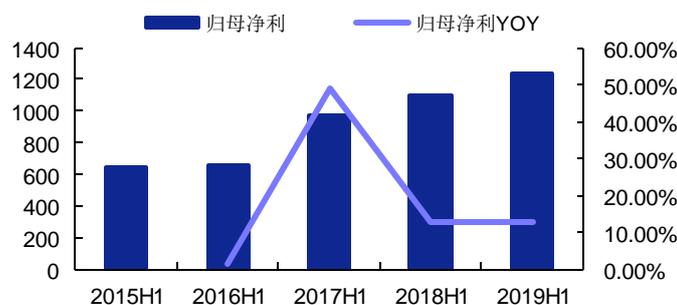
航天板块全口径统计, 实现营收 (316.96 亿, -6.33%)、归母净利润 (9.27 亿, -16.61%), 主要受占比较高的航天通信的手机代工业务大幅下滑影响, 营收下滑 (31.71 亿, -57.50%)。为更好反映军工行业的增长情况, 我们选取航天板块中军工业务占比高的中国卫星、航天电子、航天发展、航天电器等 10 家公司采用整体法统计: 2019 年上半年, 实现营收 (205.19 亿, +8.89%), 归母净利润 (12.33 亿, +12.47%), 整体较为符合我国航天的行业增速。板块归母净利增速大于营收增速, 我们认为原因一方面为净利与营收同步增长, 行业的基本面转好; 另一方面, 板块毛利率水平提高, 期间费用率有所增加, 带动整体净利率企稳回升。

图 20: 航天板块代表性公司整体营收及增速变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 航天板块代表性公司整体归母净利润及增速变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

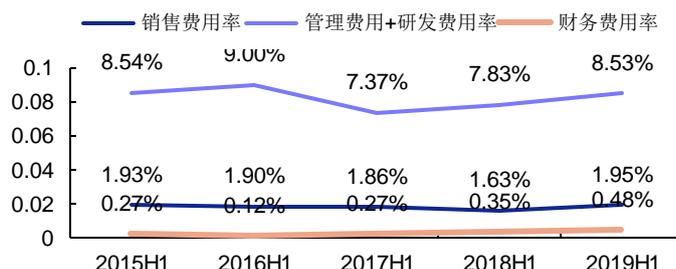
航天板块上半年毛利率水平 18.10%, 比去年同期改善 1.37 个百分点, 净利率企稳回升, 一定程度上反映了航天两大军工集团聚焦主业, 追求高质量发展的效果。板块整体毛利率改善我们认为主要是收入占比较大的中国卫星、航天电子的毛利率均有提升 0.40、2.03 个百分点, 原因或是军品业务占比增长较好。板块整体净利率水平 6.38%, 相比去年略提高 0.33 个百分点, 改善幅度小于毛利率主要是因为期间费用率相比去年同期有所上升 1.24 个百分点。其中, 销售费用率、管理费用率、研发费用率提高了 0.32%、0.55%、0.24%。目前, 我国的战略武器装备主要存在航天军工集团内, 航天科技及航天科工两大军工集团定位履行强军首责, 均处于聚焦主业, 提升增长质量的发展阶段, 从毛利率出现拐点看聚焦主业效果已经有所显现, 随着聚焦主业的进一步推进, 我们预计航天毛利率水平有望继续改善, 同时期间费用率仍有改善空间, 整体盈利能力有望进一步提高。

图 22: 航天板块整体毛利率同比改善 1.37 个百分点



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23: 航天板块期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

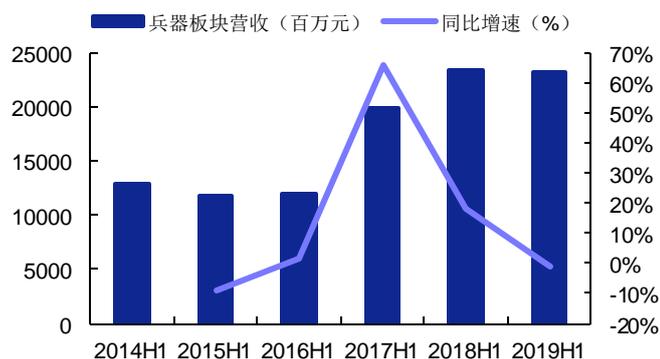
1.2.3. 兵器: 稳定发展、长期投入

收入端持续改善, 基本吻合行业增速。2019H1, 兵器板块营收同比减少 1.16%, 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。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。因此, 陆军地面装甲龙头内蒙一机营收占比较为突出, 2019H1 内蒙一机占 17 家兵器上市公司营收和比为 22.96%, 表明虽然陆军装备平稳发展, 但仍有侧重。

兵器板块总体归母净利润: 受凌云股份扭亏影响兵器板块 2019H1 归母净同比减少 21.00%。

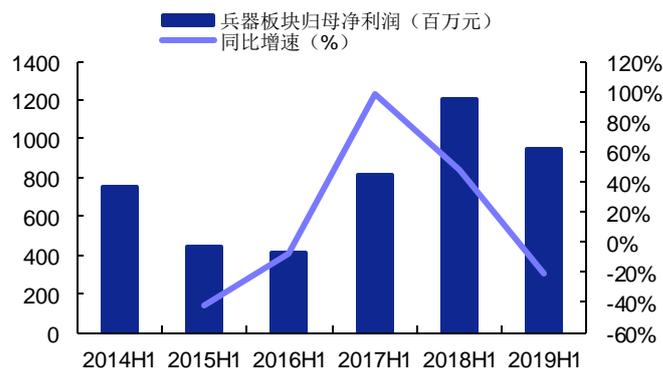
凌云股份归母净大幅下降的原因是: 在汽车行业持续下行的大背景下, 行业结构调整、市场竞争加剧, 金属零部件产品盈利能力降低等因素, 对公司整体盈利能力造成冲击; 兵器板块重点标的内蒙一机 2019H1 归母净利润同比增长 15.66%, 或因装备产品因配套供应链问题导致交付滞后。

图 24: 兵器板块历年营收情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

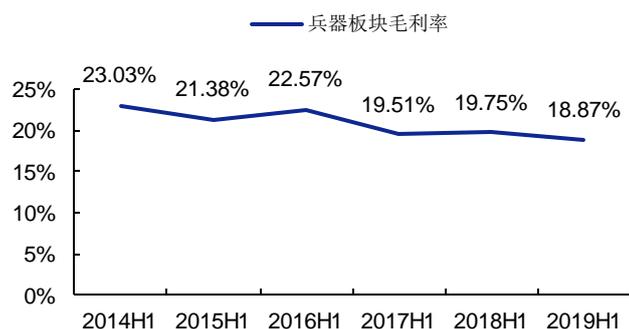
图 25: 兵器板块历年归母净利润情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

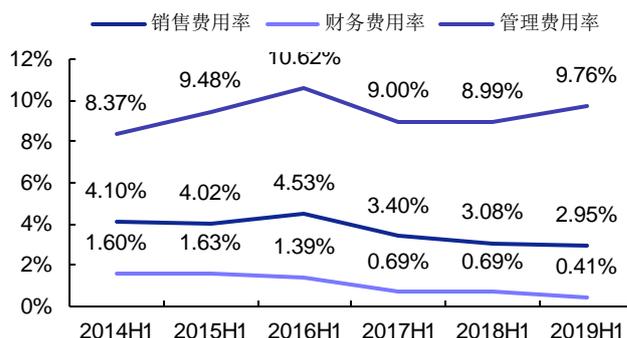
兵器板块毛利率水平与三费率水平平均较为平稳。毛利率角度, 2019H1 兵器板块毛利率为 18.87%, 同比减少 0.88 个百分点。三费率角度, 2019H1 兵器板块销售费用率、管理费用率 (考虑研发费用)、财务费用率分别为 2.95%、9.76%、0.41%, 分别同比减少 0.13 个百分点、增加 0.77 个百分点、减少 0.28 个百分点, 历年来均较为平稳。

图 26: 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 27: 兵器板块历年三费率情况

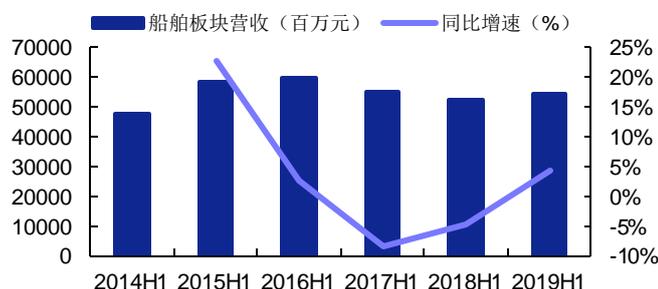


资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.2.4. 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

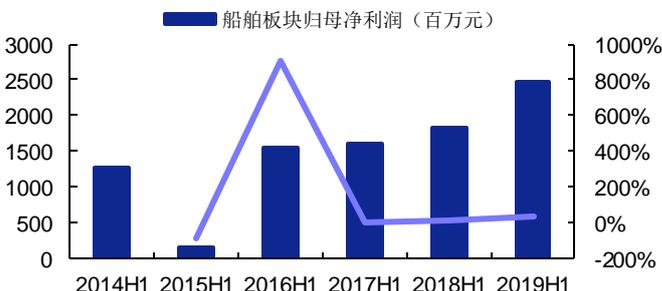
2019H1 船舶板块营收同比增长 4.34%, 归母净利润同比增长 34.40%。船舶板块营收增长主要由中国动力和中国船舶贡献, 中国动力因业务量上升致使营收同比增长 7.38%, 中国船舶因船舶造修完成工作量增加致使营收同比增长 27.95%, 中国重工受船舶建造产品收入确认节点分布不均衡影响营收同比减少 13.91%。船舶板块归母净利润大幅增长源自于中船防务和中国重工, 中船防务实现大幅扭亏 (同比增加 6.86 亿元) 是因为获得搬迁补偿净收益 12.48 亿元; 中国重工实现归母净利润同比增长 20.24% 则是因为获得非流动资产处置损益 9.93 亿元。

图 28: 船舶板块历年营收情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 29: 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

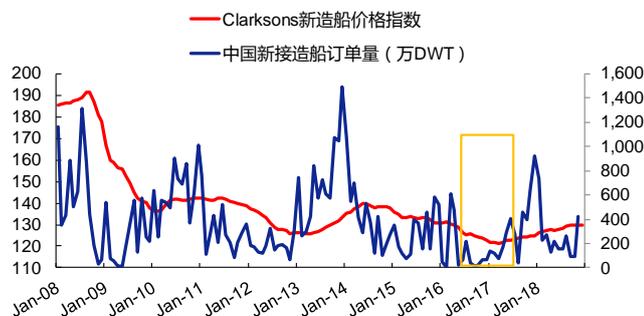
我们分别对军船、民船细分板块进行分析:

军船: 从海军装备配套企业财务数据看, 2019H1 仍受海军军改调整影响。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 (中国海防旗下子公司长城电子) 进行分析, 长城电子主营特装电子业务, 根据其 2019 年半年报其营收同比下滑 8.58% 是由于特定客户订货计划及总装厂整体进度安排调整的影响, 这符合我们产业链调研的结果。我们认为, 虽然短期内海军装备订单释放或仍然受到军改影响, 但是已接近尾声, 叠加 2019/2020 年是十三五的后两年, 预计海军装备订货将加速。我们预计海军装备订单有望于 19~20 年迎来补偿性增长。

民船: 仍处长周期底部, 造船物量逐步提升, 盈利水平仍较低。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。中国船舶由于造船物量同比大幅增加, 2019H1 营收同比增长 27.95%。

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，2019H1 船舶板块毛利率为 10.77%，同比下降 0.18 个百分点。目前船舶钢板价格仍处高位以及新造船价格仍未有起色导致船舶板块盈利水平仍在低位。

图 30：我国新造船订单与新造船价格指数情况



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

图 31：船舶板块历年毛利率情况



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

1.2.5. 信息化：收入波动较大，多主业，民品业务拖累所致

信息化板块收入波动较大，主要是多数公司多主业，民品业务拖累所致。扣除中国长城（17 年资产重组导致前后数据差异太大）、中光学（利达光电收购中光学），收入增长为 -3.97%，较 17、18 年的增速 12.11%、29.56% 有较大幅度下滑，主要为收入体量规模较大的杰赛科技、特发信息、南京熊猫、北斗星通、四川九洲、合众思壮等 19 年增速分别为 7.39%、-16.56%、6.81%、-10.25%、-19.78%、-72.01%，其中大部分为民品或类似合众思壮、华讯方舟等业务出现重大变化导致。

19H1 军品占比较大 15 家标的收入增长 17.70%，净利润增长 29.68%。仅统计军品占比较大的 15 家标的，则收入增长若仅统计军品占比较大的海格通信、振华科技（仅统计新型电子元器件板块）、航天发展、火炬电子、四创电子、七一二、高德红外、烽火电子、国睿科技、宏达电子、天奥电子、华力创通、景嘉微、大立科技、振芯科技等 15 家标的，则 17-19 年上半年收入增速分别为 9.51%、6.15%、17.70%，收入面临恢复性增长，因下游客户有所区别，故收入表现呈现差异，如振芯科技、海格通信的北斗终端业务及国睿科技的空管雷达业务因军改影响等尚未恢复，但整体趋势反映军改影响基本消除。15 家标的净利润合计同比增长 29.68%，快于收入增长，主要由于毛利率提升，以及管理费用率等下降。

图 32：信息化板块历年 H1 营收（百万元）



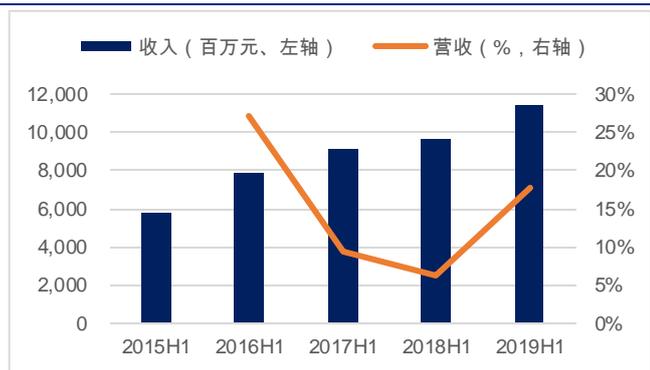
资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：不含中光学和中国长城

图 33：信息化板块历年 H1 归母净利润（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：不含中光学和中国长城

图 34: 军品占比较大板块历年 H1 营收 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心, 注: 由于个别次新股往年数据缺失, 同比数据为可比口径

图 35: 军品占比较大板块历年 H1 归母净 (百万元)

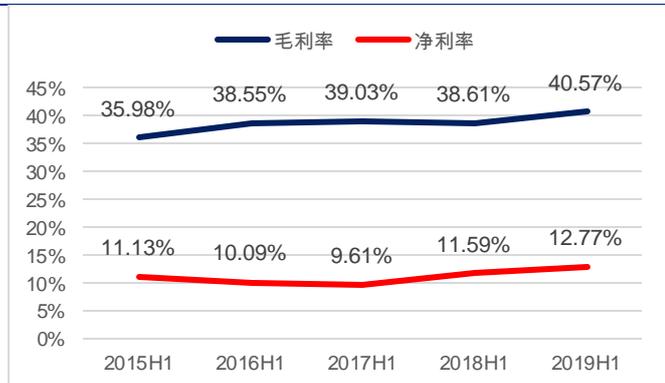


资料来源: Wind, 安信证券研究中心, 注: 由于个别次新股往年数据缺失, 同比数据为可比口径

信息化板块盈利水平不断提升。仅统计 15 家军品占比较大的信息化标的, 其毛利率不断提升至 40.57%, 相较于去年提升 1.96pct, 毛利提升与相关公司压减低毛利业务以及新产品列装有关。净利率提升 1.18pct 至 12.77%。预计未来军品定价机制改革落地等事项可能冲击现有价格体系, 对成本虚高的产品、转嫁价格压力能力弱的公司有较大压力, 对软件、著作权等过去没有充分计价的产品以及有动力降低成本和费用的公司较为有利, 对贴近市场化定价、竞争充分的零部件产品影响反而较小。

管理费用率、财务费用率不断下降。其中, 管理费用率不断下降至 20.29%, 较去年同期下滑 1.02pct, 其中研发费用同比增长 12.48%, 占收入比重由 18H1 的 11.54% 降低至 11.09%; 销售费用率基本维持在 5% 附近, 财务费用率有所下滑, 或与回款等改善有关。

图 36: 军品占比较大板块历年 H1 毛利率和净利率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 37: 军品占比较大板块历年期间费用率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.3. 产业链两端增长较快: 主机厂均衡生产明显增长, 元器件新材料普遍增长快

按照产业链分类, 我们对军工行业分为主机厂、分系统设备以及元器件、新材料并选取标志性上市公司归类统计, 可以看出军工上市公司中处于产业链两端的公司增长较快。其中, 主机厂增长明显主要是占比较大的航空主机厂的业绩大幅增长的拉动, 另船舶主机厂归母净利润 (15.84 亿, +84.09%) 也有较大增长; 分系统板块营收增速较 2018H1 增速略有提高, 营收增长主要来自于中国动力, 其占据了分系统板块增长值得 64.03%; 元器件板块维持稳健增长态势, 新材料板块则收入增长较快。我们认为主机厂主要是均衡交付带来确认进度的中报高增长, 元器件板块下游客户涵盖整个军工行业, 可以看出军工行业十三五后期的高景气度, 随着产业链的不断向下传导, 预计分系统及主机厂仍有增长动力。

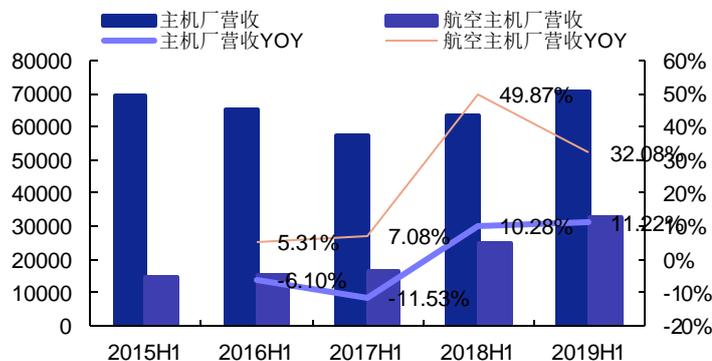
表 4: 军工板块上配套层级营收及净利的占比及同比变化 (百万元, %)

配套层级	2018H1 营收	2019H1 营收	占比	2018H1 归母净利	2019H1 归母净利	占比	营收增速	归母净利增速
主机厂	63377.09	70487.64	53.92%	1481.35	2670.28	35.96%	11.22%	80.26%
分系统	40482.17	45200.00	34.57%	2197.41	2227.15	29.99%	11.65%	1.35%
元器件	9,357.64	11,606.13	8.88%	1,323.52	1,710.56	23.04%	24.03%	29.24%
新材料	2391.58	3439.59	2.63%	560.49	817.49	11.01%	43.82%	45.85%
总计	115608.48	130733.36	100.00%	5562.77	7425.48	100.00%	13.08%	33.49%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

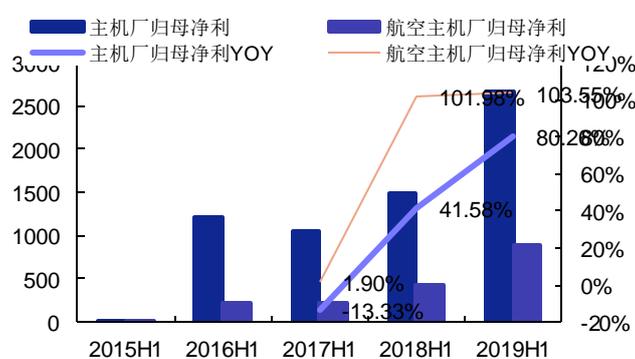
2019 上半年 7 家主机厂合计实现营收(704.87 亿, +11.22%), 归母净利(26.70 亿, +80.26%); 主要是占比较大的航空主机厂的业绩大幅增长的拉动, 此外还有船舶主机厂归母净利(15.84 亿, +84.09%) 的带动。

图 38: 主机厂营收及增速



资料来源: wind, 安信证券研究中心

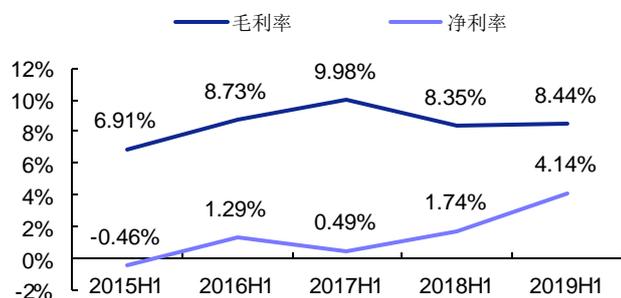
图 39: 主机厂归母净利及增速



资料来源: wind, 安信证券研究中心

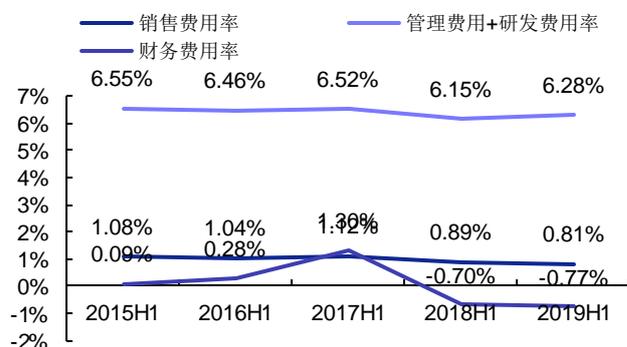
主机厂毛利率平稳, 净利率由 1.74% 提高到 4.14%, 大幅改善 2.39 个百分点, 原因是航空主机厂的盈利能力改善, 船舶行业中中船防务扭亏为盈。整体期间费用率看保持与营收同步的平稳走势。

图 40: 主机厂毛利率及净利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

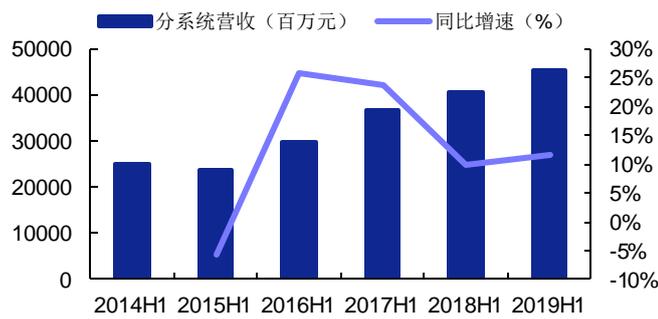
图 41: 主机厂期间费用率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

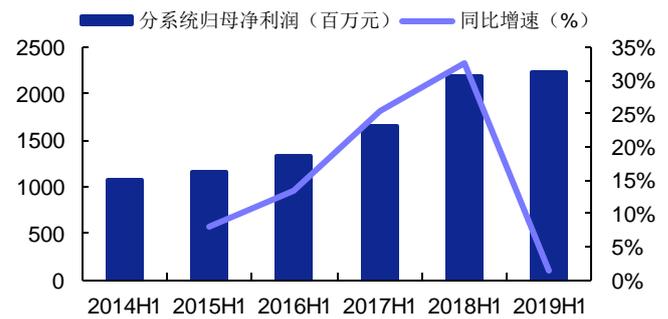
2019H1, 分系统板块营收同比增长 11.65%, 归母净利同比增长 1.35%。营收增长主要来自于中国动力, 其占据了分系统板块增长值得 64.03%。分系统营收增速较 2018H1 增速略有提高 1.66 个百分点。

图 42: 分系统板块历年营收情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

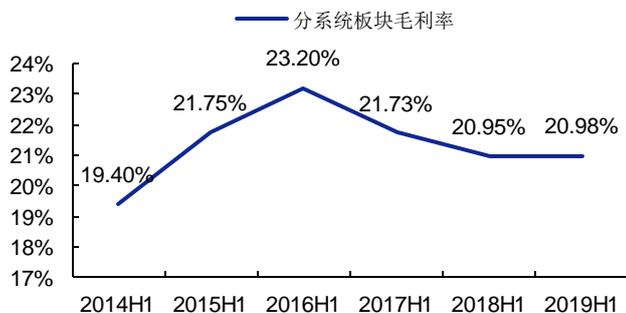
图 43: 分系统板块历年归母净利润情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

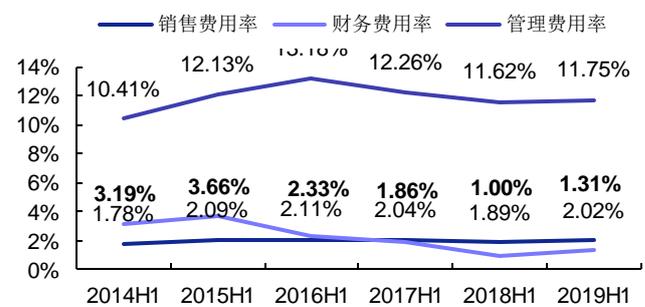
分系统板块毛利率水平与三费率水平均较为平稳。毛利率角度, 2019H1 分系统板块毛利率为 20.98%, 同比减少 0.03 个百分点。三费率角度, 2019H1 分系统板块销售费用率、管理费用率 (考虑研发费用)、财务费用率分别为 2.02%、11.75%、1.31%, 分别同比减少 0.13 个百分点、增加 0.13 个百分点、减少 0.31 个百分点, 历年来均较为平稳。

图 44: 分系统板块历年毛利率情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 45: 分系统板块历年三费率情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

元器件板块维持稳健增长态势。元器件板块处于军工行业最上游, 收入稳步增长反映行业整体发展态势良好, 军工整体规模扩张趋势初显。18H1-19H1 元器件板块收入分别同比增长 9.78%、24.03%, 归母净利同比增长 20.46%、29.24%, 19 年收入利润增长基本匹配, 且 19 年收入同比增长较快, 或为武器装备列装带来信息化需求提升以及国产化替代等因素。

表 5: 19 年半年报典型元器件公司营业收入、归母净利润情况 (百万元)

公司	营业收入				归母净利润			
	2017H1	2018H1	2019H1	同比	2017H1	2018H1	2019H1	同比
中航光电	3,032.73	3,584.83	4,596.66	28.23%	441.63	465.35	573.00	23.13%
航天电器	1,272.48	1,168.75	1,619.46	38.56%	148.93	157.01	187.11	19.17%
振华科技	1742.68	1,512.41	1,831.37	21.09%	119.09	158.34	234.13	47.87%
火炬电子	838.01	941.09	1,060.61	12.70%	116.40	175.96	213.30	21.22%
宏达电子	240.17	309.49	402.94	30.19%	95.54	129.40	180.73	39.66%
中航电测	586.19	701.32	780.80	11.33%	70.90	90.92	124.38	36.80%
亚光科技	269.01	572.30	644.63	12.64%	9.03	52.25	75.45	44.41%
晨曦航空	84.67	52.95	82.04	54.93%	16.56	4.83	16.46	240.66%
天奥电子	287.59	323.42	330.54	2.20%	24.91	27.18	29.19	7.39%
景嘉微	170.09	191.08	257.08	34.54%	55.71	62.28	76.81	23.33%
小计	8,523.62	9,357.64	11,606.13	24.03%	1,098.70	1,323.52	1,710.56	29.24%

资料来源: WIND, 安信证券研究中心; 注: 振华科技仅统计新型电子元器件分部

板块毛利率基本稳定, 净利率不断提升。元器件板块毛利率基本维持在 37-38% 左右, 在采

购价格面临下行压力时，元器件公司相关仍保持了较好的盈利能力；净利率相较往年逐步攀升至 15.10%，主要因为管理费率及销售费率的降低，其中销售费率降低或为军改后采购回暖；管理费用率提升则为相关公司不断提质增效。

表 6：19 年半年报典型元器件公司毛利率、净利率情况 (%)

公司	毛利率				净利率			
	2017H1	2018H1	2019H1	变动	2017H1	2018H1	2019H1	变动
中航光电	36.78%	33.71%	33.25%	-0.47%	15.77%	13.67%	13.44%	-0.22%
航天电器	37.87%	40.58%	34.77%	-5.82%	13.16%	13.91%	12.58%	-1.33%
振华科技	35.88%	41.22%	47.40%	6.18%	6.83%	10.47%	12.78%	2.32%
火炬电子	25.88%	35.70%	37.52%	1.83%	13.60%	18.65%	20.50%	1.84%
宏达电子	72.04%	68.33%	68.35%	0.02%	38.58%	41.95%	45.96%	4.01%
中航电测	35.91%	35.51%	37.50%	1.99%	13.63%	14.86%	16.15%	1.29%
亚光科技	25.52%	25.63%	29.92%	4.29%	3.59%	10.41%	13.02%	2.62%
晨曦航空	49.13%	47.48%	44.40%	-3.08%	19.56%	9.12%	20.06%	10.94%
天奥电子	30.89%	30.68%	31.01%	0.32%	8.66%	8.40%	8.83%	0.43%
景嘉微	77.16%	78.69%	75.21%	-3.48%	32.75%	32.59%	29.88%	-2.72%
小计	36.99%	37.66%	38.35%	0.69%	12.89%	14.14%	14.74%	0.59%

资料来源：WIND，安信证券研究中心

表 7：19 年半年报典型元器件公司费率情况 (百万元)

公司	销售费用/费率				财务费用/费率				管理+研发费用/费率			
	2017H1	2018H1	2019H1	同比	2017H1	2018H1	2019H1	同比	2017H1	2018H1	2019H1	同比
中航光电	136.91	143.19	175.67	22.7%	33.49	6.97	22.76	226.6%	370.2133	443.1925	593.7255	33.97%
航天电器	41.39	47.28	46.18	-2.3%	-6.55	-9.51	-7.73	-18.7%	217.5496	224.9268	248.9978	10.70%
火炬电子	27.90	36.13	51.19	41.7%	5.98	12.28	11.11	-9.5%	51.5574	84.3627	78.1491	-7.37%
宏达电子	36.88	41.92	51.49	22.8%	-1.11	-7.28	-3.14	-56.9%	27.8186	33.5806	45.6018	35.80%
中航电测	47.25	53.08	54.10	1.9%	-3.10	-6.17	-3.21	-48.0%	74.3005	80.9247	93.5182	15.56%
亚光科技	11.94	21.40	22.82	6.7%	14.85	12.76	23.55	84.5%	30.1762	36.0181	58.6014	62.70%
晨曦航空	0.68	0.43	1.25	187.6%	-0.16	-0.14	-0.15	4.2%	13.2279	13.4355	15.8683	18.11%
天奥电子	12.54	14.48	16.28	12.4%	1.96	1.38	-0.64	-146.6%	44.9335	55.9582	58.7453	4.98%
景嘉微	8.06	9.49	14.93	57.4%	-2.50	-1.64	-12.19	642.8%	51.1321	67.6355	86.4856	27.87%
小计	323.54	367.39	433.90	18.1%	42.85	8.64	30.36	251.3%	880.91	1,040.03	1,279.69	23.0%
费率	4.77%	4.68%	4.44%	-0.2%	0.63%	0.11%	0.31%	0.2%	12.99%	13.26%	13.09%	-0.2%

资料来源：WIND，安信证券研究中心，由于振华科技分部没有三费情况，而振华通信的出表带来较大波动，因此剔除振华科技。

新材料板块收入增长较快，归母净利润增速要高于收入增速。由于中航高科因房地产业务影响较大，故仅统计其航空复合材料的收入利润情况，则 19H1 新材料板块实现收入增长 43.82%，归母净利润同比增长 45.85%，其中钢研高纳由于收购新力通并表，但扣除新力通，收入和利润增长仍分别有 33.86%、37.34%。净利润增速要高于收入增速，主要为新材料业务毛利率的显著提升。

表 8：19 年半年报典型新材料公司营业收入、归母净利润情况 (百万元)

公司	营业收入				归母净利润			
	2017H1	2018H1	2019H1	同比	2017H1	2018H1	2019H1	同比
光威复材	490.77	650.69	836.18	28.51%	152.66	214.28	310.13	44.73%
中航高科	664.86	753.04	1157.40	53.70%	80.70	99.01	189.85	91.75%
钢研高纳	339.39	345.45	675.60	95.57%	38.49	46.35	86.29	86.19%
菲利华	237.63	329.30	375.24	13.95%	53.10	79.06	94.65	19.72%
三角防务	184.68	240.59	318.51	32.39%	61.73	82.85	93.53	12.89%
爱乐达	63.74	72.52	76.66	5.71%	35.96	38.95	43.04	10.51%
小计	1981.07	2391.58	3439.59	43.82%	422.63	560.49	817.49	45.85%

资料来源：WIND，安信证券研究中心；注：中航高科仅统计航空复合材料分部

毛利率显著提升，研发费用率大幅提高。19H1 新材料板块实现收入增长 23.59%，其主要以航空配套为主，归母净利润增长 45.51%，其中毛利率显著提升 3.35pct，或与规模效应提升带来固定资产减少、开工率提高及工艺逐步成熟等有关，其中光威复材、中航高科、钢研高

纳、菲利华等分别较 18H1 毛利率提升 3.10、2.65、5.11、2.50pct。新材料行业具有技术壁垒高、研发难度大的特点，导致研发成本较高，19H1 新材料板块各公司竞相加大研发力度，光威复材、中航高科、钢研高纳等研发费用分别增加 37.39%、282.52%、207.7%。

表 9：19 年半年报典型新材料公司毛利率、净利率情况 (%)

公司	毛利率				净利率			
	2017H1	2018H1	2019H1	变动	2017H1	2018H1	2019H1	变动
光威复材	58.84%	48.15%	51.25%	3.10%	31.76%	33.52%	37.59%	4.08%
中航高科	23.77%	26.87%	29.52%	2.65%	12.14%	13.15%	16.40%	3.26%
钢研高纳	24.34%	27.31%	32.43%	5.11%	11.51%	14.19%	15.78%	1.59%
菲利华	48.32%	46.00%	48.50%	2.50%	22.70%	24.33%	25.51%	1.17%
三角防务	49.30%	45.49%	44.40%	-1.09%	33.61%	34.74%	29.65%	-5.09%
爱乐达	73.74%	67.58%	83.02%	15.44%	57.49%	54.67%	56.18%	1.51%
小计	39.92%	38.95%	40.39%	1.45	26.66%	30.05%	35.76%	5.71

资料来源：WIND，安信证券研究中心；注：中航高科航空复合材料分部中报未披露毛利率，采用上年年报数据

表 10：19 年半年报典型新材料公司费率情况 (百万元)

公司	销售费用				财务费用				管理与研发费用			
	2017H1	2018H1	2019H1	同比	2017H1	2018H1	2019H1	同比	2017H1	2018H1	2019H1	同比
光威复材	5.11	11.34	14.04	23.84%	8.82	0.72	4.39	514.10%	79.36	88.31	128.70	45.74%
中航高科	24.13	24.25	24.09	-0.65%	-1.37	-2.32	2.42	204.40%	119.50	124.09	150.67	21.42%
钢研高纳	3.03	1.03	7.73	650.08%	-0.41	-1.01	3.73	470.15%	35.55	31.95	69.11	116.32%
菲利华	5.38	7.32	7.96	8.74%	2.05	-3.56	0.11	102.99%	40.17	58.91	67.84	15.15%
三角防务	1.41	1.52	2.07	36.24%	-0.09	-1.64	-0.40	75.34%	14.10	13.35	23.95	79.50%
爱乐达	0.15	0.20	0.32	58.82%	0.46	0.10	0.32	205.90%	6.14	8.41	16.85	100.32%
小计	39.22	45.66	56.21	23.11%	9.45	-7.70	10.56	-237.14%	294.82	325.03	457.12	40.64%
不含高科	15.08	21.41	32.12	50.02%	10.82	-5.38	8.14	-251.30%	175.32	200.93	306.46	52.52%
费率	1.98%	1.91%	1.63%		0.48%	-0.32%	0.31%		14.88%	13.59%	13.29%	
不含高科	1.15%	1.31%	1.41%		0.82%	-0.33%	0.36%		13.32%	12.26%	13.43%	

资料来源：WIND，安信证券研究中心

二、资产负债表亮点较多，验证行业基本面改善

军工行业是典型的“订单驱动、以销定产”的行业，因此应重点关注军工板块资产负债表科目的变化，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。**19年中报资产负债表的变化再次验证军工行业的基本面改善，预计19-20年行业增长相对确定，增速在15-20%。**

- 1) 从细分方向上看：①预收账款同比减少15.75%，其中航空板块减少27.09%，或与均衡生产交付确认节奏有关；信息化板块扣除异常值后同比增长8.07%，因下游客户不同差异化较大；②存货扣除船舶增长17.42%，其中兵器、航天、信息化增速较快，分别为31.52%、17.38%、17.21%，兵器或因上游配套、交付滞后导致存货-在产品突出；信息化随着军改影响削弱及国产化替代推进，相关标的订单增长较快，因此原材料、在产品增速高于存货增速；③应付款项增长3.82%，其中兵器、航空与信息化分别增长15.72%、11.68%、6.92%；④应收款项，航空、兵器周转率加快，或为交付加快影响，预计进入十四五末行业整体回款将改善。
- 2) 从产业链上下游来看：①下游主机厂，由于航空均衡生产、船舶底部复苏导致预收、存货大幅减少；②中游分系统以航空、信息化为代表，存货、预收、应付分别增长22.45%、18.48%、26.03%；③上游元器件稳健增长，存货(+20.85%)、应付(+21.60%)等与收入增长(+24.03%)基本匹配；④上游新材料收入增长较快(43.82%)，存货增长59.87%，其中在产品同比增长130.68%，关注后续利润表的兑现程度。

2.1、预收账款：航空因均衡生产大幅下滑，信息化同比增长较快

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，预收账款则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。

19年半年报可比口径预收账款同比减少15.75%，其中以配套为主的民企预收账款同比增长29.96%，反映了民企的订单弹性；而航空等预收账款均有不同程度的下滑，其中或与均衡生产有关，交付确认节奏有所变化。

表 11：19 年半年报预收账款情况（单位：百万元）

	2018H1	2018	2019H1	同比
军工	56744.14	59122.11	47804.99	-15.75%
兵器	6482.64	6986.51	6451.29	-0.48%
船舶	26095.12	23221.43	21081.51	-19.21%
航空	17009.73	20732.11	12402.10	-27.09%
航天	3839.38	3589.07	3381.85	-11.92%
信息化	3317.27	4592.99	4488.24	35.30%
国企	53062.16	54176.90	43019.98	-18.93%
民企	3681.98	4945.21	4785.00	29.96%

资料来源：Wind，安信证券研究中心。注：因鸿远电子、中简科技、上海瀚讯、睿创微纳、福光股份、铂力特、西部超导、新光光电、航天宏图等9家标的为19年上半年IPO标的，因缺少同期历史数据，因此暂不纳入统计，因此实际统计数据为122家军品占比较大的标的。

- 1) 航空板块的19H1末的预收账款及合同负债121.59亿元，同比减少27.09%，较期初减少40.34%，主要是中航沈飞前期预收账款随产品交付在当期确认收入，预收账款同比减少48.22亿，下降71.30%。我们认为，航空工业目前处于推进均衡生产阶段，预收账款有大幅波动，但也一定程度上体现军品交付确认顺利，目前十三五已经进入尾声，新型武器装备的换装列装进度加快，预计航空主机厂仍将保持高景气度。
- 2) 航天板块的19H1末的预收账款及合同负债33.82亿元，同比减少11.92%，较期初减少5.77%，主要是航天通信18年年报中已经大幅预收款项销售结算，19H1同比减少6.26亿，-69.15%仍是此原因，若剔除航天通信，航天板块该科目同比增长

5.73%。

- 3) 船舶板块预收账款 2019H1 同比下滑 19.21%，我们认为预收款下滑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、中船防务 2019H1 预收款分别占据板块的 49.15%、30.69%，对板块影响显著；两者 2019H1 预收款分别同比下滑 30.82%、11.39%。
- 4) 兵器板块预收账款 2019H1 同比减少 0.48%，较为稳定。兵器板块预收款增长主要来源于内蒙一机、北方导航。2019H1，内蒙一机预收款同比增长 2.37%，北方导航同比增长 853.01%。北方导航预收款大幅增长主要源自于军品配套订货增多，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。
- 5) 信息化板块的预收账款整体呈现增长态势，同比增长 35.30%，其中主要为中光学并表（原利达光电收购中光学 100%股权）及合众思壮通导一体化业务影响，剔除异常值后信息化预收账款同比增长为 8.07%，其中中国长城和振华科技预收款项均较去分别大幅下降 65.87%、69.13%，其他则同比增长 21.08%，基本符合军工行业的趋势，考虑到信息化叠加国产替代及更新换代，信息化板块景气度较高。由于信息化企业以配套为主，涵盖雷达、通信、电子、导航等领域，且贯穿航空、舰船等武器装备建设的全过程，因此预收账款因不同下游客户，交付确认节奏不同而呈现结构性差异，其中七一二、景嘉微、烽火电子等企业以航空配套为主，其预收账款增加分别同比增长 59.07%、135.60%、53.36%；而高德红外、大立科技等因批量交付，预收账款则分别下滑-66.52%、-29.73%。

2.2、存货：扣除船舶增长 17.42%，兵器、航天、信息化增速较快

在产品增速高于存货增速，反映接下来的收入增长预期。存货构成主要包括原材料、在产品、库存商品、发出商品等，反映了企业对已有或意向订单所做的投产情况，其中在产品多为 1-2 个季度内交付，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。

19 H1 存货同比减少 3.36%，主要受船舶领域拖累，军船因审价影响而民船仍处于长周期底部，若不考虑船舶则存货增长 17.42%，其中原材料、在产品同比增长 15.5%、23.7%。其中，兵器、信息化、航空、航天都有不同程度的增长，兵器及信息化增速较快；民企的存货、原材料、在产品分别增长 10.83%、11.86%、21.04%，均高于国企，反映出民参军的订单增长较快，预计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订单弹性。

表 12：19 年半年报存货情况（百万元）

分类	存货				原材料				在产品			
	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比
军工	211620.85	199139.76	204512.15	-3.36%	50491.13	44568.66	51747.85	2.49%	94573.27	88777.80	99612.36	5.33%
兵器	12190.43	11235.31	13719.55	12.54%	3309.07	2293.72	3411.78	3.10%	4066.90	3817.93	5348.89	31.52%
船舶	68535.93	61943.52	50900.92	-25.73%	11761.13	11605.01	11279.46	-4.10%	26673.11	20768.67	23731.60	-11.03%
航空	88665.00	86093.26	94497.70	6.58%	23571.72	19957.77	24444.12	3.70%	48375.50	48798.09	52399.65	8.32%
航天	18660.47	17069.04	19942.70	6.87%	6020.64	4915.21	5923.13	-1.62%	8447.16	8846.00	9914.95	17.38%
信息化	23569.03	22798.63	25451.28	7.99%	5828.57	5796.95	6689.36	14.77%	7010.60	6547.11	8217.27	17.21%
国企	182684.16	169955.51	172440.65	-5.61%	42552.68	36742.17	42867.72	0.74%	86309.83	80425.20	89610.10	3.82%
民企	28936.69	29184.24	32071.50	10.83%	7938.45	7826.49	8880.13	11.86%	8263.44	8352.60	10002.26	21.04%

资料来源：WIND，安信证券研究中心。

表 13：19 年半年报原材料和在产品占比情况

分类	原材料占存货比重			在产品占存货比重		
	2018H1	2018	2019H1	2018H1	2018	2019H1
军工	23.86%	22.38%	25.30%	44.69%	44.58%	48.71%
兵器	1.56%	1.15%	1.67%	1.92%	1.92%	2.62%
船舶	5.56%	5.83%	5.52%	12.60%	10.43%	11.60%
航空	11.14%	10.02%	11.95%	22.86%	24.50%	25.62%
航天	2.85%	2.47%	2.90%	3.99%	4.44%	4.85%
信息化	2.75%	2.91%	3.27%	3.31%	3.29%	4.02%
国企	20.11%	18.45%	20.96%	40.79%	40.39%	43.82%
民企	3.75%	3.93%	4.34%	3.90%	4.19%	4.89%

资料来源：Wind，安信证券研究中心。

- 1) 航空板块 2019H1 末存货 944.97 亿，同比增长 6.58%，较期初增加 9.76%，其中原材料 (244.44 亿，+3.70%)，在产品 (523.99 亿，+8.32%)。航空板块存货小幅增长，小于航空板块的营收增速，主要是均衡生产推进，军机加速交付部队，带来存货的快速消化。
- 2) 航天板块 2019H1 末存货 199.43 亿，同比增加 6.87%，较期初增加 16.84%，其中原材料 (59.23 亿，-1.62%)，在产品 (99.14 亿，+17.38%)。主要是航天电子 (同比增加 19.64 亿，较期初增加 9.02 亿)、中国卫星 (同比增加 2.01 亿，较期初增加 5.62 亿)。航天板块存货尤其是在在产品科目大幅度增加或预收下半年任务饱满，转化为收入后营收增速有望提高。
- 3) 兵器板块：2019 年 6 月底，存货较上年同期增长 15.29 亿元，增长幅度为 12.54%；其中内蒙一机存货同比增长 9.67 亿元。2019 年 6 月底，内蒙一机存货 (31.50 亿元，+50.95%)，存货大幅增长主要是由于报告期在产品未完工交付增加所致，存货明细：2019 年 6 月底存货-原材料同比减少 3.72%，存货-在产品同比增长 72.58%，存货-库存商品同比增长 7.02%，存货-在产品较为饱满主要是由于上游配套供应不足导致交付存在滞后问题。我们认为，随着上游供应逐步跟上内蒙一机的业绩将呈现较快增长。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。
- 4) 船舶板块：2019 年 6 月底，存货较上年同期下降 25.73%，存货下降主要源自于中国重工 (-193.54 亿元，-41.27%)，其中存货-建造合同形成的已完工未结算资产同比减少 162.83 亿元，存货下降表明船舶产品自 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。
- 5) 信息化板块存货同比增长 7.99%，其中原材料增长 14.77%、在产品增长 17.21%；剔除中光学、合众思壮、振华科技 (振华通信出表) 外，则存货、原材料、在产品分别同比增长 15.08%、20.11%、27.68%。过去两年信息化标的受军改影响较大，随着军改影响削弱及国产化替代推进，信息化相关标的订单增长较快，其中七一二、景嘉微存货分别增长 58.97%、61.34%，其中在产品分别增长 60.44%、129.53%；火炬电子、宏达电子等存货分别增长 60.01%、33.66%，其中原材料分别增长 60.42%、41.28%，在产品分别增长 74.47%、24.17%。

2.3、应付款项：兵器、航空、信息化增长较快

应付款项（含应付账款及应付票据）主要为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。19H1 应付款项整体增长 3.82%，其中兵器、航空与信息化同比分别增长 15.72%、11.68%、6.92%，增长较快。

表 14：19 年半年报应付账款及应付票据情况（百万元）

分类	应付账款				应付票据				应付账款及应付票据			
	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比
军工	176074.45	162486.69	180495.35	2.51	47816.07	65013.48	51937.61	8.62	223890.52	227500.17	232432.96	3.82
兵器	12523.76	11410.75	12734.59	1.68	4015.24	8852.55	6404.94	59.52	16538.99	20263.30	19139.53	15.72
船舶	62181.83	55063.89	53792.13	-13.49	7408.46	11202.63	9098.46	22.81	69590.29	66266.52	62890.59	-9.63
航空	64092.13	58516.81	73703.54	15.00	24179.11	30435.90	24881.78	2.91	88271.24	88952.71	98585.32	11.68
航天	17752.64	16751.13	18161.10	2.30	5277.50	6112.91	5366.26	1.68	23030.14	22864.04	23527.37	2.16
信息化	19524.09	20744.11	22103.99	13.21	6935.76	8409.49	6186.16	-10.81	26459.85	29153.60	28290.15	6.92
国企	158608.36	143646.28	160819.77	1.39	39752.81	54897.70	42681.98	7.37	198361.16	198543.98	203501.75	2.59
民企	17466.09	18840.41	19675.57	12.65	8063.26	10115.78	9255.63	14.79	25529.35	28956.19	28931.21	13.33

资料来源：Wind，安信证券研究中心。

- 1) 航空板块应付账款及应付票据 985.85 亿，同比增长 11.68%，较期初增加 10.83%，其中应付账款（737.03 亿，+15.00%）、应付票据（248.81 亿，+2.91%）。应付账款及应付票据科目期末余额的大幅增加，主要来自于中航飞机（同比增加 37.50 亿，+16.57%）、中航沈飞（同比增加 19.35%，+23.05%）、航发动力（同比增加 39.40%，+33.77%），原因主要是生产任务量增加带来的原材料和配套产品的采购增加。
- 2) 航天板块应付账款及应付票据 235.27 亿，同比增长 2.16%，较期初增加 2.90%，其中应付账款（181.61 亿，+2.30%）、应付票据（53.66 亿，+1.68%）。应付账款及应付票据科目期末余额小幅增加，主要受到航天机电、航天通信（收入减少，原材料采购减少）的拖累，剔除后该科目同比增加 22.90%，航天板块代表性的中国卫星（同比增加 +10.35%、较期初增加 +72.23%）、航天电子（同比增加 +28.89%、较期初增加 +29.36%），板块内存在应付账款金额前三季度期末逐期增长、年末降低的规律。
- 3) 兵器板块：2019 年 6 月底，应付账款（127.35 亿元，+1.68%），内蒙一机应付账款同比增长 2.80%，环比增长 97.12%，环比大幅增长主要原因是报告期采购增加但未到付款期。
- 4) 船舶板块：2019 年 6 月底，应付账款（537.92 亿元，-13.49%）。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 2019 年 6 月底，我国造船企业手持订单量 8172 万载重吨，同比下降 10.3%，比 2018 年年底下降 5%，因此民船备产情况略有下滑；军船方面，2019H1 海军仍处军改调整期，军船订单释放预计要到 19 年下半年甚至到 2020 年，所以目前军船备产情况变化不大。
- 5) 信息化板块 19H1 应付账款同比增加 6.92%，剔除中光学、合众思壮、振华科技，则应付账款同比增长 13.29%。其中军品占比较大的中国长城、航天发展、景嘉微、七一二、宏达电子、火炬电子、海格通信则同比增加 21.39%、68.84%、75.03%、116.16%、44.47%、14.25%、12.27%，基本高于整体增速，反映为订单生产的备产情况。

2.3、应收款项：航空、兵器周转率加快，十四五末军工回款或好转

19H1 军工板块应收款项（含应收账款及应收票据）同比增长 7.72%，其中船舶、航空、信息化的应收款项分别同比增长 28.80%、15.68%、10.81%。目前军工集团愈加强调控制两金，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。但预计军工集团压两金政策推动，以及政策要求“不论是政府部门还是国企，都要坚决杜绝拖欠民营企业账款”，随着 2019 年进入军改第 4 年，也是十三五第四年，应收账款及应收票据等回款或将加速。

表 15：19 年半年报应收账款及应收票据情况（百万元）

分类	应收账款				应收票据				应收账款及应收票据			
	2018H1	2018	2019H1	同比 %	2018H1	2018	2019H1	同比 %	2018H1	2018	2019H1	同比 %
军工	180475.18	180699.97	208233.24	15.38	32136.94	44049.40	33144.33	3.13	212612.12	224749.37	21555.59	7.72
兵器	16218.13	15694.18	17345.99	6.95	4826.99	5869.44	4209.60	-12.79	21045.11	21563.62	40031.20	2.43
船舶	27682.60	32892.60	36776.97	32.85	3398.61	5626.76	3254.23	-4.25	31081.21	38519.36	97082.78	28.80
航空	70720.85	67540.86	80963.15	14.48	13201.05	17931.43	15399.77	16.66	83921.90	85472.30	36190.95	15.68
航天	30167.81	27817.87	32390.79	7.37	3766.06	5417.47	3800.17	0.91	33933.87	33235.34	47236.91	6.65
信息化	35685.80	36754.45	40756.35	14.21	6944.23	9204.30	6480.56	-6.68	42630.02	45958.76	21555.59	10.81
国企	133764.86	131847.61	157636.61	17.85	25657.05	35661.20	26488.04	3.24	159421.90	167508.81	173055.31	15.50
民企	46710.32	48852.36	50596.63	8.32	6479.89	8388.20	6656.29	2.72	53190.22	57240.56	56277.03	8.99

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 16：19 年半年报应收账款及应收票据周转率

分类	应收账款			应收票据			应收账款及应收票据		
	2018H1	2018	2019H1	2018H1	2018	2019H1	2018H1	2018	2019H1
军工	1.37	3.22	1.21	5.92	12.01	6.09	1.11	2.54	1.11
兵器	1.54	3.64	1.40	3.99	8.52	4.59	1.11	2.55	1.24
船舶	2.04	4.29	1.56	13.97	24.98	12.22	1.78	3.66	1.49
航空	1.28	3.20	1.26	5.38	11.30	5.62	1.04	2.49	1.14
航天	1.29	3.00	1.05	6.08	11.77	6.88	1.06	2.39	0.99
信息化	1.01	2.33	0.84	4.42	8.98	4.13	0.82	1.85	0.77
国企	1.50	3.61	1.31	5.80	11.91	6.10	1.19	2.62	1.08
民企	1.01	2.18	0.91	6.45	12.48	6.08	0.88	1.79	0.79

资料来源：Wind，安信证券研究中心

- 1) 航空板块应收账款 806.63 亿，同比增加 14.48%，较期初增加 19.87%，主要是中航飞机应收账款同比大幅增加 37.94 亿，较期初增加 49.29 亿，中航飞机同比增加 23.48 亿，较期初增加 23.65 亿，主要原因是销售产品增加所致，也存在一定的下游客户回款进度慢等。
- 2) 航天板块应收账款及票据 361.91 亿，同比增加 6.65%，较期初增加 8.89%，航天板块仍是延续四季度大部分交付节奏，应收账款按季度增加等。
- 3) 兵器板块应收款项 215.56 亿元，同比增长（5.10 亿元，+2.43%），重点标的内蒙一机应收款项同比增长（7.83 亿元，+49.79%），主要原因是新增应收账款未到回款期所致。
- 4) 船舶板块应收款项 389.37 亿元，同比增长（89.50 亿元，+28.80%），主要源自中国动力应收款项同比增长（73.03 亿元，+66.74%），主要原因是本期赊销增加；中船防务应收款项同比增长（17.83 亿元，+97.22%），主要原因是本期到期确认节点款较多。船舶行业由于民船产品比重较大，且其交付款与军工行业有所差别。
- 5) 信息化应收账款及应收票据同比增长 10.81%，剔除中光学、合众思壮、振华科技，则同比增长 17.95%，主要由于信息化以配套为主，跟随订单、收入的弹性，其应收账款及应收票据同样快速增长，但周转率有所降低。其中军品比例较大的中国长城、航天发展、海格通信、七一二、烽火电子、宏达电子、天奥电子等应收规模分别增长 36.97%、61.29%、10.16%、16.42%、14.24%、30.85%、29.73%。预计随着接近十四五末，应收账款及应收票据回款或将改善，周转率将加快。

2.4、产业链上下游：上游元器件稳健、新材料突出，主机厂因均衡生产等波动大

仅选取军品占比高的产业链上下游的公司分析资产负债表的变化，则产业链上下游的公司资产负债表科目表现有所不同。中直股份、内蒙一机等主机厂下游客户为军方，部队通常先向主机厂支付预付款，再由主机厂向上游供应商结算，主机厂资产负债表首先体现在预收账款。而对中航光电、航天电器等元器件，光威复材、中航高科、钢研高纳等新材料企业则存货、应付等科目体现更为明显。

表 17：19 年半年报产业链各板块预收、应付及应收情况（百万元）

分类	预收				应付				应收			
	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比
元器件	506.69	554.53	437.04	-13.75%	8,240.27	8,200.86	8,394.00	1.87%	17,342.62	17,725.71	18,874.40	8.83%
新材料	2.31	1.39	2.16	-6.49%	2,726.39	2,999.67	3,405.49	24.91%	4,094.00	4,997.37	31.78%	22.07%
分系统	6,236.34	7,184.54	7,431.53	19.16%	40,112.13	45,709.22	51,580.99	28.59%	56,605.90	63,995.31	71,157.60	25.71%
主机厂	35607.86	36721.27	25746.39	-27.69	105057.67	99054.34	101269.66	-3.61%	38,475.11	36,490.43	43,429.26	12.88%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 18：19 年半年报产业链各板块存货及明细（百万元）

分类	存货				原材料				在产品			
	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比
元器件	5,622.14	6,203.64	6,357.00	13.07%	1,260.07	1,532.33	1,401.99	11.26%	1,763.95	1,817.43	2,136.10	21.10%
新材料	2,721.25	4,018.87	4,350.50	59.87%	499.61	485.07	564.65	13.02%	915.41	1,967.19	2,111.71	130.68%
分系统	42,451.08	199,139.76	51,979.81	22.45%	9,754.04	44,568.66	12,904.12	32.30%	22,966.63	88,777.80	28,673.61	24.85%
主机厂	100155.23	88995.11	79658.27	-20.47%	22209.01	17923.71	20265.64	-8.75%	48850.24	42934.01	44608.21	-8.68

资料来源：Wind，安信证券研究中心

1) 主机厂：航空均衡生产、船舶底部复苏导致预收、存货大幅减少

主机厂 19H1 末的预收账款及合同负债 257.46 亿元，同比减少 27.69%，较期初减少 29.89%，主要是中航沈飞前期预收账款随产品交付在当期确认收入，预收账款同比减少 48.22 亿，下降 71.30%。我们认为，航空主机厂目前处于推进均衡生产阶段，船舶主机厂处于重组及行业底部复苏阶段，预收账款有大幅波动。

主机厂 19H1 末应收账款及应收票据 1012.69 亿，同比减少 3.61%，较期初增加 2.24%，主要是中国重工同比减少 21 亿，-16.51%，主要系中国重工公司自 2019 年将原计入“应收票据”科目调整计入“应收款项融资”科目所致。

主机厂 19H1 末存货 796.58 亿，同比减少 20.47%，较期初减少 10.49%，其中原材料(202.65 亿，-8.75%)，在产品 (446.08 亿，-8.68%)。主机厂存货明显减少，主要是中国重工存货减少 193.53 亿，较期初减少 117.14 亿，原因是中国重工下属子公司大船海工进入重整程序，不再纳入合并范围。截至 2018 年底，大船海工存货 140.03 亿，合并范围变化导致资产负债表相应科目出现了较大幅度的变动。

主机厂 19H1 末应付账款及应付票据 446.08 亿，同比增加 12.88%，较期初增加 19.02%。应付账款及应付票据科目期末余额增长较快，主要是航空主机厂如中航沈飞、中航飞机、中船防务等该科目增加较多，主要是备货增加。

2) 分系统：以航空、信息化为代表，存货、预收、应付分别增长 22.45%、18.48%、26.03%

存货较上年同期增长 22.45%，其中存货-原材料同比增长 32.30%，存货-在产品同比增长 24.85%。表明分系统中长期增长仍可期。其中增长值较大的如：中国动力存货同比增长(8.57 亿元，+38.46%)，主要是存货-原材料同比增长 (12.01 亿元，+130.39%)，表明为中长期

订单采购的原材料备货增加；航天发展存货同比增长（1.73 亿元，+32.18%），主要是由于生产任务进行中，原材料、在产品增加。

预收账款同比增长（11.53 亿元，+18.48%）。其中：航发动机预收款同比增长（4.28 亿元，+25.37%），主要是因为研制项目预收款增加；七一二预收款同比增长（2.87 亿元，+59.07%）；北方导航预收款同比增长（1.53 亿元，+853.01%），主要源自于军品配套订货增多。

应付账款同比增长（76.00 亿元，+26.03%）。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。分系统板块应付账款增长主要源自于：航发动动力应付账款同比增加（24.48 亿元，+33.71%），中国动力应付账款同比增加（20.29 亿元，+47.40%），原因是生产任务量增加，采购原材料和配套产品增加。

应收款项同比增长（137.46 亿元，+24.28%）。主要源自于：中国动力应收款项同比增长（73.03 亿元，+66.74%），航发动动力应收款项同比增长（23.48 亿元，+22.37%），表明空军、海军条线的回款尚未转好。

3) 上游元器件稳健增长，存货、应付等与收入增长匹配，分别增长 20.85%、21.60%

元器件板块作为军工行业最上游，覆盖领域广，基本贯穿武器装备建设全过程，最能反映行业增长趋势，且利润表与资产负债表基本匹配。19H1 元器件板块收入同比增长 24.03%，资产负债表存货同比增长 20.85%，其中原材料同比增长 19.07%、在产品同比增长 20.55%；应付账款及应付票据同比增长 21.60%；而预收款项则波动较大，或与下游客户付款、收入确认节奏等有关。

表 19：19 年半年报典型元器件公司预收、应付及应收情况（百万元）

公司	预收				应付				应收			
	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比
中航光电	126.93	125.71	121.42	-4.34%	3,358.17	3,735.77	4,411.96	31.38%	5,428.47	5,997.91	6,934.71	27.75%
航天电器	13.41	18.20	6.43	-52.03%	1,216.95	1,267.44	1,377.42	13.19%	2,565.52	2,687.84	3,221.51	25.57%
振华科技	93.85	192.04	28.97	-69.13%	1,965.20	1,680.04	763.76	-61.14%	4,598.07	4,081.96	3,119.18	-32.16%
火炬电子	5.85	1.83	2.32	-60.32%	371.16	347.54	424.05	14.25%	1,148.49	1,191.63	1,320.28	14.96%
宏达电子	4.13	6.71	4.45	7.67%	38.75	31.90	55.99	44.47%	678.19	781.37	887.41	30.85%
中航电测	150.18	115.92	207.31	38.04%	287.16	301.35	392.59	36.72%	627.80	551.87	727.63	15.90%
亚光科技	86.39	73.22	48.13	-44.29%	564.63	418.84	467.49	-17.20%	1,351.47	1,307.88	1,350.31	-0.09%
晨曦航空	19.80	11.57	9.54	-51.82%	96.07	92.40	87.69	-8.72%	208.53	244.69	239.33	14.77%
天奥电子	4.81	6.65	5.29	9.98%	281.61	245.92	307.01	9.02%	347.27	420.60	450.51	29.73%
景嘉微	1.35	2.66	3.18	135.60%	60.58	79.67	106.03	75.03%	388.82	459.97	623.53	60.36%
小计	506.69	554.53	437.04	-13.75%	8,240.27	8,200.86	8,394.00	1.87%	17,342.62	17,725.71	18,874.40	8.83%
不含振华	412.85	362.48	408.07	-1.16%	6,275.07	6,520.82	7,630.24	21.60%	12,744.55	13,643.75	15,755.22	23.62%

资料来源：WIND，安信证券研究中心

表 20：19 年半年报典型元器件公司存货及明细（百万元）

公司	存货				原材料				在产品			
	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比
中航光电	1,798.62	1,964.83	2,118.71	17.80%	301.88	297.69	330.95	9.60%	617.3	656.88	724.17	17.30%
航天电器	420.17	369.65	500.17	19.00%	158.16	156.76	195.23	23.40%	150	115.48	115.22	-23.20%
振华科技	1084.76	1416.96	873.39	-19.49%	281.04	438.73	236.23	-15.94%	274.19	337.68	340.17	24.06%
火炬电子	429.02	564.84	686.47	60.01%	84.49	117.11	135.54	60.42%	29.73	41.76	51.87	74.47%
宏达电子	219.44	260.49	293.3	33.70%	61.09	80.81	86.31	41.30%	44.32	43.35	55.03	24.20%
中航电测	285.2	325.89	300.57	5.40%	70.3	83.8	81.08	15.30%	72.16	68.48	64.68	-10.40%
亚光科技	737.17	693.26	831.56	12.80%	155.4	183.06	168.72	8.57%	267.55	328.25	433.33	61.96%
晨曦航空	180.82	187.08	195.18	7.94%	71.08	82.12	72.65	2.21%	43.78	27.75	33.38	-23.76%

天奥电子	368.88	289.3	399.44	8.28%	37.14	41.71	55.48	49.38%	229.02	151.59	235.85	2.98%
景嘉微	98.06	131.34	158.21	61.34%	39.49	50.54	39.8	0.79%	35.9	46.21	82.4	129.53%
小计	5,622.14	6,203.64	6,357.00	13.07%	1,260.07	1,532.33	1,401.99	11.26%	1,763.95	1,817.43	2,136.10	21.10%
不含振华	4,537.38	4,786.68	5,483.61	20.85%	979.03	1,093.60	1,165.76	19.07%	1,489.76	1,479.75	1,795.93	20.55%

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

4) 新材料板块增长突出, 资产负债表改善明显, 关注后续利润表兑现程度

由于中航高科体量较大, 其数据影响较大, 但趋势基本反映行业变化。新材料板块存货增长 59.87%, 其中原材料同比增长 13.02%, 在产品同比增长 130.68%; 应付票据及应收账款同比增长 24.91%, 反映订单充足、备产积极, 关注后续利润表的兑现程度。

表 21: 19 年半年报典型新材料公司预收、应付及应收情况 (百万元)

公司	预收				应付				应收			
	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比
光威复材	9.89	7.46	10.15	2.67%	206.20	277.29	236.83	14.85%	1,141.68	1,057.71	4.00%	-7.35%
中航高科	517.25	635.87	909.94	75.92%	1,870.25	1,858.03	2,197.89	17.52%	1,141.88	1,813.68	38.51%	58.83%
钢研高纳	21.61	29.78	50.28	132.61%	292.33	421.75	505.52	72.93%	853.01	1,019.23	57.67%	19.49%
菲利华	2.92	5.19	3.28	12.29%	166.23	192.36	143.63	-13.59%	344.64	316.46	12.69%	-8.18%
三角防务	1.68	12.98	0.81	-52.05%	182.32	239.38	303.88	66.67%	467.50	634.88	55.34%	35.80%
爱乐达	2.31	1.39	2.16	-6.49%	9.07	10.86	17.74	95.66%	145.29	155.40	19.64%	6.96%
小计	555.66	692.67	976.61	75.76%	2,726.39	2,999.67	3,405.49	24.91%	4,094.00	4,997.37	31.78%	22.07%

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

表 22: 19 年半年报典型新材料公司存货及明细 (百万元)

公司	存货				原材料				在产品			
	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比	2018H1	2018	2019H1	同比
光威复材	171.04	180.44	219.83	28.50%	104.97	100.91	119.46	13.80%	16.06	8.39	7.64	-52.40%
中航高科	1691.41	2873.01	3058.19	80.80%	143.82	96.7	142.21	-1.10%	608.2	1642.99	1729.2	184.30%
钢研高纳	408.19	467.38	524.48	28.50%	71.08	86.72	101.53	42.80%	185.6	195.17	220.7	18.90%
菲利华	104.27	127.41	145.03	39.10%	50.72	71.87	77.03	51.90%	7.82	21.05	16.14	106.30%
三角防务	286.6	296.2	301.25	5.10%	125	123.91	117.82	-5.70%	90.95	90.37	129.46	42.30%
爱乐达	59.74	74.43	101.72	70.30%	4.02	4.96	6.6	64.10%	6.78	9.22	8.57	26.50%
小计	2,721.25	4,018.87	4,350.50	59.87%	499.61	485.07	564.65	13.02%	915.41	1,967.19	2,111.71	130.68%

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

三、军工回款集中于下半年，上半年经营性现金流一般为负

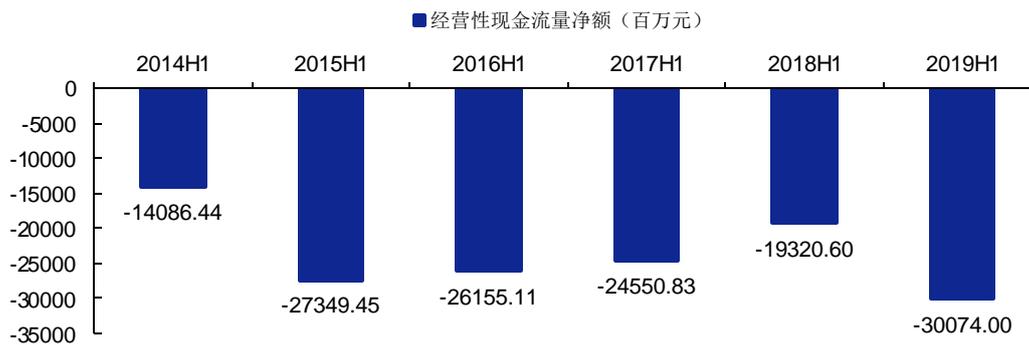
2019H1，军工行业经营性现金流同比变差，主要受船舶板块中国重工影响。军工行业由于采购主要集中于上半年而回款主要集中于下半年，所以经营现金流上半年一般为负。从各板块来看，2019H1 船舶板块经营性现金流恶化主要是因为中国重工经营性现金流同比减少 69.48 亿元，其占据了军工板块经营性现金流同比减少值得 64.61%；其他板块变化不是太大。我们认为，随着军改逐步落地并接近十三五后两年交付密集期，预计行业现金流情况将继续改善。

表 23：军工行业经营性现金流（百万元）

	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2015	2016	2017	2018
合计	-27349.45	-26155.11	-24550.83	-19320.60	-30074.00	14302.94	957.08	19582.14	13269.00
国企	-25178.98	-23528.13	-19379.28	-15613.36	-30140.00	10806.59	-3071.60	17447.12	9346.82
民参军	-2170.48	-2626.98	-5171.54	-3707.24	66.00	3496.35	4028.68	2135.02	3922.18
航空	-9943.38	-9482.59	-8755.73	-8421.63	-10971.73	10730.29	4360.23	9795.09	3000.18
航天	-2647.53	-3103.51	-3179.27	-3592.95	-3766.26	1084.70	698.60	288.58	1660.16
兵器	-1983.76	-1535.25	-525.79	1219.41	140.87	1260.11	1603.28	4052.55	5473.89
船舶	-9645.59	-9435.38	-6652.80	-3354.74	-10422.83	-3973.55	-10220.36	4352.22	-595.05
信息化	-3129.20	-2598.39	-5437.24	-5170.68	-5054.05	4376.29	3415.23	-30.91	2121.05

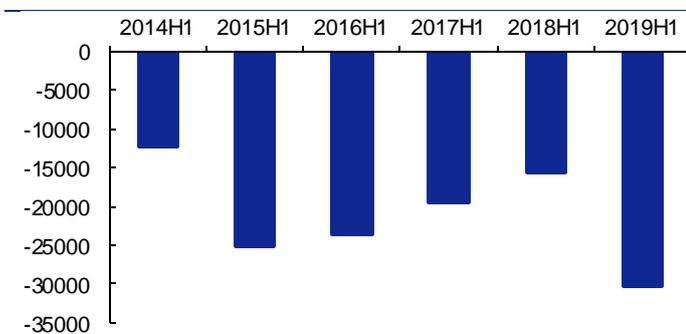
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 46：军工行业经营性现金流（百万元）



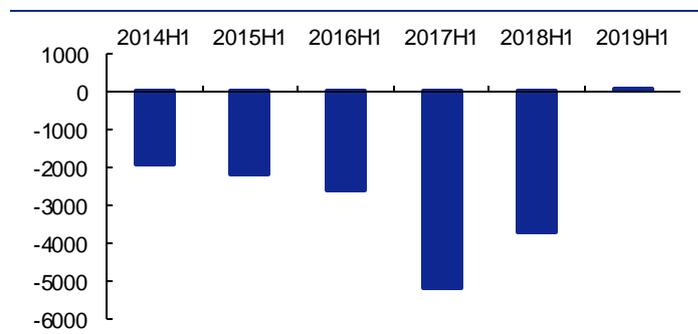
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 47：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 48：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：2019H1 整体经营性现金流同比减少（10.79 亿元，-88.45%），主要受内蒙一机、中兵红箭影响，内蒙一机由于回款和预收款同比减少致使经营性现金流同比减少（19.09 亿元，-94.05%），中兵红箭由于销售现金流入同比大幅度减少致使经营性现金流同比减少 6.89 亿元。我们认为，2019H1 陆军装备仍存在配套能力供应不足导致的产品交付滞后问题，随

着这一问题逐步解决，产品交付加速和回款提升，未来现金流将逐步改善。

船舶板块：2019H1 整体经营性现金流同比减少 70.68 亿元，主要受中国重工同比减少 69.80 亿元。2019H1，中国重工经营活动产生的现金流量净额为-66.24 亿元，上年同期为 3.24 亿元，主要系由于产品建造节点的不均匀分布，销售回款同比下降较多所致。

信息化板块：扣除中国长城、中光学后经营性现金流净额同比回升 12.25%，17、18 年同期为-52.09%、-4.04%，经营性现金流好转。预计接近十四五末期，行业现金流或将继续改善。其中四创电子、海格通信、南京熊猫、七一二现金流明显回升，同比变化分别为 20.6%、252.9%、128.1%、194.2%；航天发展现金流同比变动-73.4%，主要系公司增加产品所需物料采购和劳务支出，以满足产品订单及时交付。若仅统计军品占比较大的 15 家标的，19H1 现金流净额同比下降 48.7%，主要原因为振芯科技、海格通信的北斗终端及国睿科技的空管雷达业务因军改影响等尚未恢复，以及航天发展采购物料和劳务支出所致。

图 49：信息化板块经营性现金流（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 50：军品占比较大板块经营性现金流（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

航空板块经营性现金流净额较去年同期减少 40.52%。航空板块 19 年上半年销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 15.12%，经营性现金流-113.57 亿，同比减少 31.27 亿，其中中航飞机经营性现金流减少 20.89 亿，中直股份经营性现金流减少 12.52 亿，中航沈飞经营性现金流减少 19.26 亿，主要原因是收入增长较快，相应采购备货增加。

航天板块经营性现金流较去年同期有所减少。航天板块代表标的 19 年上半年销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 2.68%；经营性现金流-39.25 亿，去年同期减少 8.14 亿，其中航天发展经营性现金流减少 3.34 亿，较期初减少 9.76 亿，主要原因是营收增长带动应收账款和存货分别较期初上涨 50.21%和 32.18%；航天电器经营性现金流减少 1.73 亿，主要原因是营收增长带动应收账款增加 61.45%；航天晨光经营性现金流减少 2.2 亿，主要原因营收下降不足以支撑当期的成本费用所致。

航天板块投资现金流较去年增加 19.09 亿，主要系欧比特投资卫星等活动现金流量增加 12.27 亿。航天板块筹资现金流较去年减少 22.42 亿，主要系欧比特筹资现金流减少 11.52 亿；航天电子筹资现金流减少 5.42 亿，主要系新增借款。楚江新材筹资现金流增加 8.24 亿，主要是非公开发行股份募集资金 7.48 亿元。

从产业链条各板块来看：

1) **主机厂板块经营性现金流同比去年出现大幅下降。**主机厂 19 年上半年销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 5.7%；经营性现金流-176.59 亿，比去年同期减少 124.79 亿，除中

航飞机、中航沈飞、中直股份合计减少 52.67 亿外，中国重工经营性现金流减少 69.80 亿，主要系产品建造节点的不均匀分布，销售回款同比下降较多所致。

2) 分系统板块经营性现金流同比下降 (10.79 亿元, -88.45%)，大多主要原因是购买商品、接受劳务支付的现金同比增加。

3) **元器件板块**：19H1 元器件板块整体现金流同比增加 74.62%，回升幅度明显，扣除振华科技后现金流同比大幅增加 135.68%。其中中航光电、亚光科技现金流分别增加 (341.75 万元, 278.5%)、(452.03 万元, 305.7%)，分别为增加应收票据结算及票据到期增加、收回控股股东占用资金等所致。

4) **新材料板块**：19H1 新材料板块现金流同比增加 411.23%，主要受光威复材 (收到其他活与经营活动有关的现金大幅增加)、中航高科 (支付其他活与经营活动有关的现金大幅减少) 经营性现金流大幅好转，即便扣除两者数据影响后现金流同比增长 110.4%，仍体现出板块明显的好转。

表 24：军工行业经营性现金流 (百万元)

	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
元器件	-8121.94	-9943.38	-9482.59	-8755.73	-8421.63	-10971.73
原材料	-2960.40	-2647.53	-3103.51	-3179.27	-3592.95	-3766.26
分系统	-1327.43	-1983.76	-1535.25	-525.79	1219.41	140.87
主机厂	89.59	-9645.59	-9435.38	-6652.80	-3354.74	-10422.83

资料来源：Wind，安信证券研究中心

四、近期观点：当前位置继续看好军工三季度行情

此前在年度策略报告《阳和启蛰》中我们提出重点看好军工 Q1 行情，事实证明 Q1 军工涨幅 38.11%，表现位居 A 股 28 个行业第 6 位，其中船舶、民参军及信息化等较为突出。

6 月底以来，我们再次明确提出看好军工三季度的阶段性机会，但和我们年度策略看好的一季度行情幅度不可比。截至目前军工板块涨幅 4.54%，表现位居 A 股 28 个行业第 3 位。

表 25：今年以来国防军工指数表现

	今年以来	Q1	Q2	Q3 (截止 8 月 25 日)
中证军工指数	24.62	32.84	-9.85	4.06
申万国防军工指数	31.64	38.11	-8.83	4.54
中信国防军工指数	25.52	34.14	-9.77	3.71
上证综指	16.18	23.93	-3.62	-2.73
创业板指	24.76	33.43	-9.36	3.16
上证 50	27.22	23.78	3.24	-0.45
沪深 300	26.91	28.62	-1.21	-0.12
中证 500	17.27	33.10	-10.76	-1.26

资料来源：wind，安信证券研究中心

当前位置，我们当前继续看好军工三季度的阶段性行情，但我们对四季度行业相对谨慎。主要原因如下：

- 1) 从均衡配置而言，偏价值的行业配置高企，现在略微松动，军工股是可选行业之一；
- 2) 从行业增长角度，保持稳健增长的确信度高，预计 19 年增长 20% 附近，明后年增长可能仍有 15-20%，前景相对清晰；
- 3) 从估值方面，虽然军工板块整体估值仍有 40 多倍，但内部分化大（也有部分 20、30 多倍市盈率的公司），考虑到即将到来的跨年估值切换，估值可看；
- 4) 事件性催化因素。

表 26：典型军工标的当前的估值水平

分类	公司简称	当前股价 元/股	总市值 /亿元	净利润/亿元		EPS		PE	
				2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E
国企	中直股份	47.00	277.05	5.10	6.47	0.87	1.1	44.92	44.53
	中航沈飞	30.59	428.38	7.43	8.26	0.53	0.59	36.65	49.40
	内蒙一机	11.24	189.91	5.34	7.44	0.32	0.44	31.72	29.68
国企零部件	中航光电	40.65	417.93	9.54	11.65	0.93	1.13	29.83	36.01
	振华科技	16.17	83.24	2.59	3.18	0.50	0.62	23.40	26.19
	航天电器	27.85	119.48	3.59	4.28	0.84	1.00	26.23	27.90
信息化	航天发展	9.86	158.32	4.48	6.57	0.28	0.41	35.37	28.21
	楚江新材	6.41	85.49	4.09	5.22	0.31	0.39	12.11	16.58
民参军	长鹰信质	15.06	60.24	2.60	2.75	0.65	0.69	18.75	21.94
	火炬电子	24.37	110.31	3.71	4.10	0.72	0.91	22.03	24.01
	光威复材	39.56	205.06	3.77	4.78	0.73	0.92	38.98	42.07
	钢研高纳	16.00	73.79	1.07	1.65	0.24	0.37	46.63	44.15

资料来源：wind，安信证券研究中心，注：截止 8 月 25 日，部分标的采取 WIND 一致预期

4.1、国企零部件：稳健增长，长期配置，回撤较小

稳健增长的部分国有企业零部件类公司依然是重点方向之一，具有长期配置价值。以连接器和阻容感等电子元器件为代表，在军工行业未来两年增长确定的情况，上游元器件的增长更为稳健，增速较高，具有长期配置价值。对国企零部件可采用 PEG 估值，挑选估值合理、

能够匹配业绩增长的公司，考虑到下半年的估值切换，可以确保获得一定幅度确定性正收益，且对于风险偏好不高的市场环境，确定性机会值得享受一定溢价。**重点关注：中航光电、航天电器、振华科技等。**

表 27：中航光电、航天电器过去十年的主要财务数据（%）

指标	公司	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
收入增速	航天电器	43.89	20.01	15.93	26.96	27.20	25.29	17.03	16.77	20.44	15.77	8.50
	中航光电	29.48	12.06	26.08	22.69	18.06	18.08	34.19	35.34	23.91	8.66	22.86
净利润增速	航天电器	11.52	5.17	13.92	15.97	12.73	14.37	15.80	14.70	11.90	19.28	15.27
	中航光电	12.78	6.13	34.00	24.44	2.39	20.54	38.93	67.36	29.10	12.48	15.56
ROE	航天电器	7.45%	7.20%	7.68%	8.33%	8.74%	9.23%	9.88%	10.45%	10.61%	11.50%	11.93%
	中航光电	11.40%	10.35%	12.34%	13.52%	12.35%	10.56%	10.98%	15.92%	17.33%	16.44%	15.90%

资料来源：wind，安信证券研究中心，截止 12 月 31 日

4.2、主机厂重点关注中直股份、中航沈飞

19 年上半年我们在年度策略中重点推荐船舶板块，主要由于 PB 接近 1 倍且基本面改善，叠加南船为代表的资产证券化，船舶板块一季度表现突出，远远跑赢指数。

当前位置我们建议重点关注中直股份、中航沈飞等。目前中直股份、中航沈飞对应 19 年估值分别为 43、48 倍，估值水平仍处于历史估值中枢中部位置。19 年预计主机厂平稳增长的确定性高，一旦市场好转，主机厂等军工权重指数可能存在反弹性机会。长期来看，过去以主机厂为代表的上市公司利润率偏低，长期受市场诟病，真实原因并不在于军品定价低，而在于这些企业并无降低成本费用、释放业绩的动力，考虑到中航沈飞股权激励政策的标志性意义，及国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》授权放权政策的推进，或有利于利润水平的提高。

图 51：中直股份 PE-TTM



资料来源：wind，安信证券研究中心

4.3、信息化：高增长叠加估值修复，具备 TMT 属性

信息化+更新换代+自主可控，长期增长逻辑确定。电子信息装备是军事作战效能的倍增器，新一代武器装备不断定型列装，信息化附加值高、占比不断提高（航电系统占比从 10+%提升至 40+%），且信息化系统更新换代速度较快（一代飞机三代航电），并考虑到在美国出口管制时代背景下的自主可控要求带来国产化率加速提升，势必带动相关信息化公司业绩持续释放。（详见表 2）。

表 28：典型信息化相关企业过去几年的收入及增长情况

公司	口径	收入/亿元						营收同比增长				
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
中航光电	ALL	26.02	34.91	47.25	58.55	63.62	78.16	34.2%	35.4%	23.9%	8.7%	22.85%
中航电子	ALL	59.99	66.07	68.10	69.59	70.23	76.43	10.10%	3.1%	2.2%	0.9%	8.83%
中航电测	陕西华燕	4.74	5.02	4.50	4.20	4.80	5.88	5.9%	-10.4%	-6.7%	14.3%	22.50%
中国海防	长城电子	2.18	2.50	2.92	3.12	3.36	3.51	14.7%	16.8%	6.6%	7.7%	4.46%
久之洋	ALL	2.52	3.05	3.86	4.73	3.11	4.67	21.0%	26.7%	22.5%	-34.2%	50.16%
光电股份	防务产品	13.42	14.40	23.40	17.66	14.13	18.28	7.3%	62.5%	-24.5%	-20.0%	29.37%
北方导航	军民两用	9.96	12.27	15.81	17.56	16.34	17.25	23.2%	28.9%	11.1%	-7.0%	5.57%
国睿科技	雷达整机、子系统	3.00	4.31	5.35	6.69	4.48	2.62	43.7%	24.1%	25.1%	-33.0%	-41.52%
	微波组件	1.95	3.16	3.30	3.43	3.04	2.37	62.1%	4.4%	3.9%	-11.4%	-22.04%
航天电器	ALL	13.71	16.04	18.73	22.56	26.12	28.34	17.0%	16.8%	20.4%	15.8%	8.50%
振华科技	高新电子	20.95	26.50	29.14	31.41	31.28	29.76	26.49%	9.96%	7.79%	-0.41%	-4.86%
七一二	ALL	12.91	13.79	15.16	13.90	14.85	16.26	6.8%	9.9%	-8.3%	6.8%	9.49%
海格通信	母公司	11.27	13.94	18.76	19.53	9.04	14.93	23.7%	34.6%	4.1%	-53.7%	65.15%
振芯科技	卫星定位终端	1.51	2.70	3.83	2.96	2.40	1.56	79.6%	41.5%	-22.6%	-19.2%	-34.73%
	北斗运营	0.19	0.18	0.24	0.19	0.11	0.11	-6.4%	36.9%	-22.0%	-42.0%	-1.65%
合计		180.03	214.77	255.84	271.36	260.69	300.13	19.30%	19.12%	6.07%	-3.93%	15.13%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

信息化企业中期具备较大的业绩和估值弹性。信息化企业以配套为主，过去两年受军改及五年规划等影响较大，增速低于行业增速，预计 19-20 年存在较大的订单和业绩弹性，而军品定价机制改革对于软件、著作权等过去没有充分计价的标的较为有利。此外，军工信息化板块具有 TMT 属性，考虑到市场环境和公司增速等，纯正的军工信息化公司估值一般可以达到 30-50 倍，目前多数信息化公司虽然技术稀缺、代表长期发展方向，但估值较高，持续关注是否存在订单释放消化估值的可能性标的。目前建议重点关注业绩具有弹性、且估值较低的航天发展。

4.4、民参军：动态调整，优选估值合理、长期具有基本面支撑的标的

民参军企业良莠不齐，应精选技术型、规避渠道型标的。目前民参军企 70 多家，但良莠不齐，更应精挑细选，建议关注民品能做国企做不了的，或民企来做性价比比较高的。目前军方推行竞争性采购和定价机制改革，可能促进部分产品价格继续有所下调，并不利于成本虚高、转嫁价格压力能力弱的企业。此外，考虑到军品统型和有限多元的要求，推动市场份额的集中，更加突出具有规模及核心技术优势的企业，并规避渠道型标的。

目前民参军配置比例仍较低，处于业绩和估值拐点。过去两年因为配套为主的民企受军改影响较大，以及商誉减值、股权质押等问题，民参军机构配置比例较低，多数公司处于估值底部，部分甚至不到 20 倍，目前处于业绩和估值的拐点。此外，并购重组政策的放开以及科创板分拆上市政策的出台，或对从此前分部估值并在此基础上有折价的公司，估值存在修复空间。

我们认为可沿着如下两条思路优选民参军标的，并根据情况动态调整，目前建议关注楚江新材、长鹰信质、火炬电子等。

- 1) 部分多主业的民参军公司估值不到 20 倍，其具有核心技术且主业不构成拖累，股权问题、订单等落地推动业绩增长，并购重组政策以及科创板分拆上市预期有助于估值修复，关注长鹰信质、楚江新材。

- 2) 对于部分纯正的技术型标的，关注增长确定、具有核心技术或军技民用市场空间大的细分龙头企业，市场的估值接受度在提高，如光威复材、钢研高纳等。

综上所述，我们建议重点关注如下方向：

- 1、国企零部件，关注中航光电、航天电器、振华科技等业绩估值匹配的标的，具有长期配置价值、回撤较小；
- 2、主机厂，关注中直股份、中航沈飞等；
- 3、信息化，具有TMT属性，关注航天发展、四创电子等；
- 4、民参军，根据情况动态调整，关注楚江新材、长鹰信质、火炬电子等。

五、重点公司中报点评汇总

6.1、中航光电：中航光电 19H1 实现归母净（5.73 亿元，+23.13%），符合市场预期

■事件：公司 19 年上半年实现收入（45.97 亿元，+28.23%），实现归母净（5.73 亿元，+23.13%）。

■上半年收入、利润平稳增长，符合预期

从单季度来看，Q2 实现收入（24.41 亿，+15.80%），归母净（3.40 亿，+14.14%），单季度收入、利润再创历史新高。但 Q2 收入、利润增速均较 Q1 有较大降低，其 Q1 收入（21.56 亿元，+45.95%），归母净（2.33 亿元，+39.14%），Q1 较高因去年同期基数较低、结转交付等因素影响。

从收入结构来看，电连接器及集成组件产品合并，实现收入为（35.94 亿元，+31.79%），收入占比 78%；光器件及光电设备收入占比 17.8%的，实现收入为（8.19 亿元，10.94%），增速较 18 年全年增速 33.69%有所下降，或因去年 4G 扩容后仍处于向 5G 的过渡期有关。从业务进展上，通讯领域，公司聚焦高速连接器、光互连背板等高端产品，跟进 5G、数据中心、云计算等新一代通讯技术发展，围绕客户重点项目，开展多项产品研发项目并取得订货。新能源汽车领域围绕高压大电流连接器产品，巩固国内自主品牌车企市场的基础上，成功与国外车企进行合作。

从母公司来看，母公司仍是主要收入利润来源，收入占比 79%、归母净利占比 95%。母公司收入（36.37 亿元，+31.47%），净利润（5.43 亿元，+20.24%）。母公司毛利率 32.86%，。公司管理费用同比增长 6.98%，研发费用大幅增长 60.59%，信用减值损失同比增长 11.57%，表明回款的改善。

■公司毛利率略有下滑，单季度环比有改善

公司毛利率 33.25%，下降 0.46pct，母公司毛利率 32.86%，下降 1.02pct。就收入构成而言，电连接器及集成组件毛利率 37.37%，下降 0.12pct；光器件及光电设备毛利率 16.09%，下降 3.41pct。就单季度而言，Q2 毛利率环比有提升，毛利率 33.72%，较 19Q1 提升 1.00pct，较 18Q2 提升 0.97pct。

■研发投入大幅增长，为未来增长提供动力支撑

公司研发投入（4.04 亿元，+54.43%），主要体现在上半年公司在流体连接器、高速背板连接器、光纤连接器、深水密封连接器等多个产品方向取得技术突破，并初步建立核心工艺能力建设长效机制，持续推进自动化、信息化技术融合，核心制造能力进一步提升。

■存货稳步增长，侧面反映公司提前备货以满足订单平稳增长态势

期末合并资产负债表中存货 21.19 亿元，同比+17.80%，其中母公司存货 16.05 亿元，同比增长 20.22%。从存货分类看，原材料、在产品、库存商品账面价值分别为 3.31、7.24、10.63 亿元，较期初分别增长 11.17%、10.24%、5.31%，较 18H1 期末同比增长 9.63%、17.31%、21.14%。

■新技术产业基地稳步推进，4.43 亿元在建工程转固

公司期末在建工程 2.46 亿元，较期初减少 2.86 亿元，在建工程转入固定资产 4.57 亿元。其中主要为新技术产业基地项目处在建设期，目前已累计投入 5.81 亿元，进度为 56.74%，本期转固 4.43 亿元，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。

■ 聚焦连接主业，集团化、多元化、国际化战略不断推进

公司在年报中提到“目前公司已启动编制“十四五”规划纲要。长远谋划能力布局方案，筹划国际本地化建设项目”，目前 19H1 公司国外收入（4.02 亿元，+24.81%），本地化建设将有助于国际化市场的进一步拓展。公司在年报中也提到“持续推进子公司股权优化和业务整合；聚焦连接主业，积极寻求投资机会，挖掘具有良好前景的优质科技企业”。

■ 投资建议：中航光电是军工板块中持续增长，较为稳健的稀缺标的，具有长期配置价值。公司是军民融合的典型标的，具备很强的市场化基因；预计随着军工稳健增长、新 5G 建设蓄势待发、能源汽车回归理及产能释放，公司长期增长确定性高；对标安费诺，公司有望成长为世界级的互联企业。

风险提示：军工业务低于预期；新能源汽车和 5G 等民品业务拓展不及预期。

6.2、航天电器：军品行业景气、民用空间逐步打开

■事件:8月19日,公司发布2019年半年报:实现营业收入(16.19亿,同比增长38.56%),归母净利润(1.87亿,同比增长19.17%)。

■点评:

1) 公司营收增速大于净利增速,整体符合预期。正如我们在半年报业绩预报点评的分析,公司收入增长较快的原因有三个:一是,去年受产能的影响尤其是一季度收入基数相对较低;二是公司主要业务比如连接器板块订货、营收实现较快增长;三是公司投资新设广东华旗电子3月起纳入合并财务报表范围。公司毛利率下滑5.82个百分点,归母净利润增速低于营收增速,我们认为主要是公司民品收入增速更快于军品增速,民用产品收入占营业总收入比例上升,但相关产品盈利水平低于高端产品;另外,主导产品生产所需的贵金属、特种化工材料供货价格上涨。

分产品看,公司连接器收入9.94亿元,同比增长58.05%,毛利率下滑-8.55个百分点;继电器收入13.65亿元,同比增长36.65%,毛利率下滑-11.68个百分点;电机收入4.31亿元,同比增长14.61%,毛利率下滑-3.38%;光通信器件0.40亿元,同比下降8.62个百分点,毛利率下滑11.25个百分点。

从产品的营收角度分析,公司连接器、继电器收入大幅增长主要是公司军用、民用和国际市场订货实现较快增长,其中:国际市场订货突破亿元,创历史新高。电机增长稳健,电机全年的营收目标8.6亿,上半年完成了过半的目标,全年看或有订单季节性因素,下半年表现更佳。光通信器件营收下滑或主要因为公司光器件定位工业,客户为安防等行业客户,受到安防等行业影响,另公司军用光器件或还未形成大批量。

从产品毛利率角度分析,公司连接器、继电器毛利率下降明显,或主要是因为民用产品增长更快,民用产品的毛利率低于军品,整体拉低了连接器、继电器的毛利率水平,另外公司生产所需的贵金属(如黄金、银等)、特种化工材料供货价格也有上涨。电机产品的毛利率略有下降则因为电机军品占比远高于民品,军品毛利率稳定。光通信器件同样受到安防等行业影响,毛利率承压。

从费用端看,公司销售费用率、管理+研发费用率均有不同程度改善,其中销售费用率改善1.19个百分点、管理+研发费用率改善3.87个百分点,其中研究开发费较上年同期增长24.63%的主要原因是公司加大了光电、高速互连、新能源互连、传输一体化和精密微特电机新产品、新工艺的研发投入;财务费用保持稳定。整体上,因为费用率的改善,营业利润率有所下滑,但幅度小于毛利率下滑幅度。

公司经营性现金流较上年同期下降105.75%,主要是公司业务规模持续扩大的对应支出增加;以及为适应订单的增加适度增加了产品订单生产所需的物料采购,外购材料、外协加工等现金支出。

2) 公司是军工板块中增长确定性高、低估值价值类标的。军用连接器领域,在航天领域优势突出,核心受益于我国十三五后两年的武器装备列装加速(不限于宇航、弹载等细分优势行业)及实战化训练增多等行业利好,稳健增长。民用连接器领域,涵盖通信、工业、新能源等多个下游领域,增长迅速,受益于5G建设及国产替代机会。目前民品中通信领域业务占比可观,订单增长较好,主要受益于5G等带动;另外公司连接器产品品类齐全,包括高速连接器等,自主可控趋势下受益于国产替代机会。

3) 电机以军用为基,裂变式发展可期。2019年林泉电机的经营目标是实现营业收入8.6亿

元，同比增速 16.22%。公司电机覆盖航天绝大多数型号，电子、航空、船舶型号也有配套，在产品性能、可靠性等方面具有优势，随着航天发射任务饱满、武器装备列装提速以及实战化训练加强，弹载消耗增多，增速有望提升。同时关注电机等产品有一定的订单季节性因素，预计下半年表现更佳。

4) 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。一是核心受益于我国十三五后两年武器装备列装加速及航天领域任务增多，实战化训练弹耗增多等行业利好；二是民品发展具有潜力，受益于 5G 建设及元器件的国产替代机会。

风险提示：军品订单不达预期，民用领域拓展不达预期

6.3、中直股份：2019H1 归母净利润同比增长 35.50%，超市场预期

事件：公司发布 2019 年半年报。实现营收（69.00 亿元，+28.75%）；归母净利润（2.41 亿元，+35.50%）；归母扣非净利润（2.32 亿元，+35.18%）。

2019H1 经营业绩大超市场预期，预计新型 10 吨级通用直升机产品交付量提升致使 19 年业绩增速提升。

主营业务营收方面：航空装备产品营收仍是绝大部分收入来源。2019H1，公司航空产品营收（67.86 亿元，+29.31%），营收占比达到 99.48%，是公司主要收入来源；风机产品营收（0.28 亿元，-7.88%）。2019H1，公司与航空工业集团出售商品及提供劳务的关联交易发生额为（64.76 亿元，+34.71%），表明航空产品增长主要源自军用直升机产品的交付量提升。

哈尔滨分部营收与利润总额大幅增长或表明新型通用直升机交付量提升。哈尔滨分部（产品系列包括：直 9、直 19、Y12、EC120、H425）的营收与利润总额分别同比增长：98.57%、155.95%，而 2018 年全年的增速分别为 30.58%、66.63%，2019H1 两者均大幅增长、且相较 2018 年全年增速仍有明显提升，叠加利润总额增速超过营收增速，或表明新型同业直升机产品交付量提升且毛利率水平相对较高；景德镇分部（产品系列包括：直 8、直 10、直 11、AC 系列）的营收与利润总额分别同比增长：11.45%、20.04%，而 2018 年全年的增速分别为 0.60%、7.43%，我们认为主要原因是直 10 型号稳定交付，直 8 改进型这一新型号开始产生交付量所致。正如我们在 2018 年年报点评所述，随着新型 10 吨级通用直升机与直 8 改进型等新产品的量产，哈尔滨分部和景德镇分部的营收与利润均将得到明显提升。

主营业务毛利率略有下滑 1.42 个百分点，期间费用率下降 1.33 个百分点。2019H1，公司主营业务毛利率 11.25%，同比减少 1.42 个百分点；期间费用率 7.42%，同比减少 1.33 个百分点。正如我们在 2018 年年报点评所述，在军工集团降本增效，大力控成本、降费用、压支出的背景下，我们认为期间费用仍有下降空间。2019H1，研发支出同比增长 96.28%，研发费用中主要增长源自于材料费的增长，2019H1 研发费用-材料费发生额（0.65 亿元，+135.73%），其增长值占研发费用增长值的 81.71%。结合上游原材料公司中航高科子公司中航复材 2019H1 营收增速 43.25%以及光威复材军品营收增长 31.38%，我们认为这是由于碳纤维复合材料在新型直升机的科研应用量得到提升，或许预示着未来新型直升机列装加速将拉动碳纤维复合材料产业链的用量。

资产负债表：存货科目反映了军工企业对已有或意向订单所做的投产情况，存货-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。截止 2019 年 6 月底，公司存货-原材料账面价值 42.14 亿元，同比期初增长（10.16 亿元，+31.77%），或表明中期军用直升机订单增长及景气度将持续。

现金流量表：2019H1，公司经营活动产生的现金流量净额为-6.45 亿元，同比下降 206.33%，主要原因是购买商品、接收劳务支付的现金同比增长（23.43 亿元，+60.22%），相比销售商品、提供劳务收到的现金同比增长（12.67 亿元，+25.50%）而言，增长幅度较大。

中直股份的投资主逻辑：10 吨级通用直升机或已实现小批量交付列装，并有望于 2019 年提高交付量；陆航部队扩编催生军用直升机巨大需求空间，预计未来 3 年需求缺口至少 500 架，直升机行业高景气度有望持续。

新型通用型直升机有望于 2019 年提高交付数量，将是重要业绩增长点。新型通用直升机有望比照“黑鹰”拥有强大拓展能力，三军通用拥有很大列装空间。对标美国黑鹰占其军用直升机总量的 53%，我们认为，即使保守估算未来我国 10 吨级通用型直升机总量有望达到 600

架以上。我们认为 2019 年半年报数据已经验证这一逻辑，未来新型直升机提高交付数量将成为公司未来重要业绩增长点。

陆航部队扩编催生我国军用直升机巨大需求空间，预计未来 3 年需求缺口至少 500 架。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。此外，我国 075 型直升机航母、055 型、052D 型驱逐舰等均将带动海军直升机需求。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。

投资建议：在陆航部队扩编、075 直升机航母等舰艇列装背景下，我国军用直升机存在巨大需求空间；叠加我国新一代 10 吨级通用直升机或于 2019 年提高交付量，我们认为中直股份经营基本面持续向好，2019 年公司经营业绩增速或有所提升。我们预计 2019-2021 年净利润分别为 6.47、7.96、9.41 亿元，同比增速分别为 26.8%、23.1%、18.2%，EPS 分别为 1.10、1.35、1.60 元，对应当前股价的 PE 分别为 44X、36X、30X，维持“买入-A”评级。

风险提示：陆航旅建设速度不达预期。

6.4、中航沈飞：深度推进均衡生产，业绩符合预期

■事件：

8月28日，公司发布2019年半年报：实现营业收入（112.84亿，同比增长80.35%），归母净利润（4.31亿，同比增长331.68%）。

■点评：

1) 公司深度推进均衡生产和交付，营收及净利因此同比大幅提升，符合预期。2019年上半年实现营业收入112.84亿元，同比增长80.35%，实现净利润4.33亿元，同比增长325.86%，实现归属母公司所有者的净利润4.31亿元，同比增长331.68%，主要原因系公司产品均衡交付和销量增加所致。2018年，航空工业制定“1225”均衡生产目标，2019年上半年航空工业集团尤其是主机厂，众多航空工业企业实现了时间过半、任务过半。假设18年按照今年航空工业时间过半任务过半的交付节奏看，去年全年营收、净利润的一半分别是100.75亿、3.72亿，按照此假设数据看今年营收、净利分别同比增长12.00%、15.87%，符合预期。

公司整体归母净利增速高于营收增速，主要原因是均衡生产，另外公司毛利率8.54%，同比改善了0.5个百分点，公司管理效率不断提高，沈飞公司实现批产飞机不合格品审理单数量逐年降低20%。从资产负债表看，公司存货88.72，同比-9.19%，主要是均衡生产，上半年交付量同比增多，在制品减少。应付账款102.08亿元，同比增加23.97，主要是均衡生产和合同增加带来的采购增加所致。预收款项19.41亿元，同比下降79.55%，主要是前期预收账款随产品交付在当期确认收入所致。

从子公司，承担主要任务的全资子公司沈飞公司，实现营收112.45亿元，同比增长79.71%、净利润4.25亿元，同比增长323.52%。沈飞公司持续促进均衡生产，科学策划合同签订工作，合理安排产品交付计划，充分发挥计划拉动作用，保障科研生产工作有序推进。通过加强里程碑节点管控，公司重点关注投产决策、器材采购合同签订、器材配套、零件投产、装配开工等环节，由季度均衡生产逐步实现月份均衡生产。

2) 战略空军、远洋海军目标牵引我国战斗机装备的快速发展，沈飞军品主力机型量价齐升、需求空间大，新产品提供业绩弹性。沈飞在产主力机型歼-11/15/16或将迎来订单增长，型号升级、技术成熟或将提升单品附加值及整体产能；均衡生产的推进有助于阶段性业绩兑现及效率提升；在研四代机鹞鹰FC-31及无人机业务或将为沈飞提供业绩弹性。沈飞歼-11是我国三代战机中唯一的重型歼击机，对标美国F-15及俄罗斯Su-27；沈飞歼-15/16是我国现役三代半战斗机，其中：歼-15是现役唯一一款航母舰载机，歼-16是我空军实现“攻防兼备”战略转型的核心武器。

■投资建议：中航沈飞是目前A股唯一的战斗机上市公司，稀缺性明显，主力机型量价齐升、需求空间大，新产品提供业绩弹性。目前我国军工制造业正处于大的发展机遇期，现代战争模式的转变、我军战略转型的需要及周边局势的变化使海、空军对于先进战斗机的需求加大、加速。沈飞在产主力机型歼-11/15/16技术已趋成熟，预计能够形成稳中有增的产出。综合考虑到中航沈飞订单需求确定性较大、公司积极推进均衡生产使得阶段性业绩兑现的确定性较高、募投项目逐步投产使得产能有望继续扩大，维持“买入”评级。

■风险因素：装备短板补齐不会一蹴而就、业绩释放不及预期、均衡生产受挫、新机型进展不及预期、市场波动风险。

6.5、长鹰信质：2019H1 无人机业务景气，电机零部件业务优于行业

■事件：8月15日，公司发布2019年半年度报告：实现营收12.20亿元（同比下降8.58%），实现归母净利润1.33亿元（同比下降1.88%）。

■点评：

1) 整体看公司2019H1业绩优于行业，原材料成本下降及经营管控等对业绩贡献开始凸显。2019H1营收12.20亿元（同比下降8.58%），主要是汽车零部件业务（营收占比48%，同比下降12.40%）受整体汽车行业下滑（根据中汽协数据，2019H1我国汽车产销量同比下降13.7%和12.4%。其中，乘用车产销同比下降15.8%和14%）影响，但公司整体营收情况优于汽车产销量下滑速度，公司产品特性和技术服务方面拥有独特的竞争优势，形成了让竞争对手难以逾越的战略客户优势，主要客户均是全球领先电机商，如法雷奥、博世、电装、大陆等。其他业务，电梯业务等受益老旧小区加装电梯改造，同比大幅上升144%，预计仍将延续高增长；无人机业务同比增长12.32%，维持较好景气，另外无人机交付多集中在下半年。

2019H1归母净利润同比下降1.88%，扣非归母净利润同比下降5.29%均好于营收增速，主要是公司整体毛利率25.61%，同比改善2.39个百分点，其中：汽车零部件业务18.09%，同比改善0.20个百分点；电动车零部件业务6.06%，同比改善1.85个百分点；无人机技术服务费89.89%，同比改善1.32个百分点等。我们认为：公司毛利率改善明显主要是原材料成本下降明显，公司电机零部件业务成本占比较大的无取向硅钢的价格已从2018年6月份的6000元/吨下降至目前5400元/吨，下降幅度达10%，公司明显受益。

从资产负债表看，公司预付款较期初增加49.30%，主要是天宇长鹰预付无人机材料款及电机业务支付钢材款增加，预示公司下半年无人机及电机业务订单较好，预计下半年业绩应更好于上半年。公司在建工程7200万，较期初增加89.57%，系公司持续投入智能工厂建设，未来达产后将大大拓展现有效率及新能源汽车业务的产能空间。

2) 公司无人机业务进一步开拓军内市场、海外市场，同时着力加快布局大型物流无人机。

8月2日，天宇长鹰与某客户新增7.8亿元订货合同，占公司年度营业收入的29.65%，主力型号005系列继续巩固在军方客户优势，持续签订供货合同，后续仍将继续采购。未来我军无人化程度提高趋势下，预计十四五需求仍有较大增长，公司是国内第一家无人机研制单位，技术积累深厚，产品列装军方十余年，相关成果曾两获国家科技进步一等奖，核心受益这一进程。另外，公司出口型无人机2018年已获军品出口立项，有望取得军贸订单的突破。

民用领域，公司布局民用物流无人机，国内与阿里巴巴菜鸟合作“驼峰”计划，同时注重推进国际业务。公司已与阿里巴巴菜鸟合作“驼峰”无人物流计划，随着国内无人物流适航等政策推进，受益国内无人物流的市场。另外，根据雅加达彭博报道，印尼鹰航计划从公司采购100架无人机+50架无人直升机，用于在该国岛屿间的货物运输，预计将在5年内建立30个物流中心运营物流无人机。今年9月份，将交付2架无人机在印尼东部地区进行试飞等。

目前，台州无人机生产基地目前已经完成了多批次无人机的组装工作，年生产能力40架，可满足同时8架飞机总装，未来正式厂房建成，可形成年交付50架大型无人机的能力，可满足目前大批量订单需求。

■投资建议：公司军用无人机是目前国内最早定型的无人机型号，在手订单饱满，十四五随我军无人机化趋势，无人机在侦查领域的作用凸出，需求预计有大幅增长；民用领域，公司

注重国际民用物流市场开拓，有望形成新的业绩增长点；电机零部件业务平稳，目前基本是处于行业底部，向上则有汽车行业复苏及布局新能源扁线电机、钢价改善等边际向好，另新能源驱动电机的扁线电机工艺国内领先可重点关注。

■风险提示：电机定转子业务发展低于预期、无人机订单不及预期、扁线业务研发不达预期

6.6、振华科技 19H1 实现归母净 (2.19 亿元, +33.75%)

■事件:公司发布 19 年半年报,实现收入(21.73 亿元,-28.08%),归母净(2.19 亿,+33.75%)。

■收入大幅下滑主要因为通信整机出表,公司已成为纯正的军工电子元器件标的

公司聚焦核心主业、加快产品结构调整升级,振华通信 5 月份起不再纳入合并报表,1-4 月份实现收入(3.28 亿,-77.79%),其由成本法转为权益法核算,长期股权投资账面价值增加 2.24 亿元。振华通信出表,标志着公司已经成为纯正的军工电子元器件标的。

公司 19H1 信用减值损失 9255 万元,其中其他应收账款坏账 2868 万元,与振华通信欠付款有关。根据 8 月 16 日公告,虽然近期公司因诉讼问题,振华通信共欠付公司 20962 万元欠款,因此可能存在信用减值损失(坏账准备)、资产减值损失(长期股权投资)从而影响利润,但更多是短期的,一次性或阶段性的,其问题的暴露与解决,有助于公司轻装上阵。

■军工电子元器件保持高速增长,聚焦高质量发展

19 年上半年公司新型电子元器件实现收入(18.31 亿元,+19.66%),毛利率持续提升至 47.40%,增加 6.32pct,或主要因为产品结构变化,主动聚焦军工高毛利率产品,并压缩应力能力差的外贸、动力电池等业务。根据新型电子元器件分部数据(18 年年报开始原高新电子、关键电子元器件业务合并,假设简单相加),则实现收入(18.49 亿元,+22.27%),净利润(2.34 亿元,+47.87%),净利率为 12.66%,其中:

- **高新电子增长稳健,聚焦高毛利率产品。**公司作为上游军工电子元器件企业,已在电子元器件研制领域深耕多年,电子元器件的种类和覆盖面国内领先,是产品种类最齐全、配套能力最强的电子元器件供应商,因此考虑到未来两年军工行业增长较为确定,在信息化发展的时代潮流下,其增长或将高于军工行业整体增速。再加上公司聚焦主业,加快产品结构调整升级及元器件国产化推广应用力度,公司毛利率不断提升,因此未来业绩增长确定性高。
- **新能源业务减亏。**振华新能源 19H1 实现收入(1.46 亿元,-5.74%),净利润-726.67 万元,相较于 18H1 的-1973.53 万元有所减亏。预计随着军品型号列装,将助力新能源业务减亏。

公司加强风险管控,切实开展两金专项治理,尤其是新型电子元器件板块。公司已将 2019 年定为“两金”压降专项治理年,及时调整年度预算“两金”占用指标,并建立专项工作考核指标体系。公司 19H1 应收账款保理代收款 3076 万元、应收账款证券化代收款 20714 万元,分别较期初增加 6.25%、55.28%。

■股权激励方案修正,未来 4 年复合增长率为 13.34%

19 年 8 月公司发布股票期权激励计划(修订稿),已获得国资委批复,拟向不超过 375 名激励对象授予 938 万份股票期权(占比 2.00%),行权价格为 11.92 元/股,其解锁的业绩条件为 2018 年为基准,2020-2022 年净利润增长率分别不低于 25%、45%、65%,即分别至少为 2.25 亿、2.61、2.97 亿元;预计 2019-2022 年的成本摊销分别为 813.42、1952.21、1518.39、694.12、227.76 万元。

■投资建议:公司聚焦军工电子元器件业务,将充分受益于未来两年军工行业的确定性增长及国产化替代要求;此外,依托振华集团和中国电子,关注体外的军工元器件和芯片资产发展布局。

风险提示:订单不及预期;毛利率或因军品定价机制改革和竞争性采购有所下滑。

6.7、楚江新材 19H1 实现归母净 (2.21 亿元, +3.67%), 拟发行可转债不超过 18.3

亿元

■事件:公司 19 年上半年实现收入(69.72 亿元,+8.24%),实现归母净(2.21 亿元,+3.67%)。

■军工新材料业务快速增长,铜基材料龙头地位稳固

公司作为铜基材料加工龙头,紧抓供给侧改革的机遇,以稳定行业地位为目标,持续优化公司的产品结构,铜板带与铜导线业务仍是公司主要收入来源,通过不断扩充产能与收并购的形式,体量规模不断壮大。上半年因宏观环境影响,公司铜基材料业务实现收入(67.42%、+5.93%),净利润(1.58,-14.36%),主要为一季度影响较大,二季度环比已有明显改善。其中:

- 铜板带业务销量(9.14 万吨,+4.72%),收入(32.67 亿元,+0.33%),毛利率 8.61%,下降了 1.10pct,因此拉低了净利润水平。公司 18 年铜板带产量 18 万吨,占据国内市场份额 10.32%,稳固国内第一、全球第二,公司目标是通过行业整合实现 25-30%份额。目前广东清远(3.5 万吨产能)、芜湖(4 万吨)预计 19 年年底全面建成达产,并依托低成本、高周转优势使得公司保持高 ROE 水平。
- 铜导体业务销量(5.72 万吨,+21.54%),收入(24.29 亿元,+15.24%),毛利率提升 3.22pct 至 3.63%。19H1 公司完成收购鑫海高导 57.78%股权至持有 80%股权,从而使得公司铜导体材料业务具备了横向扩张及纵向提升品质的有利条件,鑫海高导 2019-2022 年 4 年的业绩承诺分别为 4000、5000、5500、6000 万元。

江苏天鸟 H1 实现收入(1.38 亿元,+27.91%),净利润(3410.44 万元,+41.81%)。天鸟是高性能纤维复材预制件行业领导者,考虑到军品异形预制件受益于导弹火箭等型号批产上量、碳刹车向民用飞机和汽车高铁应用、以及光伏热场预制体的批量化,19、20 年分别 8000、10000 万元的业绩承诺无忧。天鸟目前主要是产能问题,定增落地有助于公司进一步规模扩张。

顶立科技 H1 实现收入(9337.97 万元,9.34%),净利润(3220.86 万元,+12.52%)。顶立科技是我国新型热工装备的龙头企业,装备业务发展较为稳定,其装备制造及新材料业务实现收入(9294.49 万元,+20.79%),毛利率为 58.02%,提升 7.51pct,预计全年净利润基本在 6000-7000 万。目前顶立科技厂区预计 19 年下半年搬迁完成,“智能热工装备及特种复合材料产业化项目”将在新厂区的建设实施,装备业务或将稳步增长,而业绩弹性在于石墨提纯、3D 打印等新材料的产业化。

■拟发行可转债不超过 18.3 亿元

公司发布可转债预案,拟发行不超过 18.3 亿元,债券期限 6 年,每年付息一次。转股期为可转债发行结束之日后满 6 个月后第一个交易日开始;转股价不低于募集说明书公告日前 20 个交易日均价和前 1 个交易日均价。本次发行可转债给与原 A 股股东优先配售权。

本次募投项目公司将再新增 8 万吨铜板带产能(5 吨芜湖、3 吨清远)、30 万吨铜导线、2 吨铜合金线材产能,逐步完成公司以中高端产品为主的产品结构调整,进一步提高公司市场占有率和产品附加值。同时,对铜加工厂商来说,实现规模效应,意味着更低的成本、更高利润空间以及更可靠的产品质量。

表 29:募投项目

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金总额
1	年产 5 万吨高精铜合金带箔材项目	72485	60000
2	年产 6 万吨高精密度铜合金压延带改扩建项目(二、三期)	27231	27000
3	年产 30 万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目(一期)	127192	48000
4	年产 2 万吨高精密铜合金线材项目	17200	8000
5	补充流动性资金	40000	40000

合计

284108

183000

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

■关注江苏天鸟和顶立科技未来科创板分拆上市的可能

根据8月24日证监会发布的《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定（征求意见稿）》，科创板涉及如下表的标准。则对上市公司而言，其铜加工业务满足净利润连续3年不低于10亿元的要求，江苏天鸟和顶立科技则满足不超过合并报表净利润50%、不超过净资产30%的标准，但目前顶立科技虽然15年完成收购但存在募集资金投入的问题，江苏天鸟18年12月完成收购，3个会计年度内尚不能完成分拆。

图 52：19 年 8 月《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定（征求意见稿）》满足条件

指标	具体要求
上市时间	上市满 3 年
净利润	最近 3 个会计年度 连续盈利 ； 最近 3 个会计年度扣除按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润后，归属上市公司股东的净利润累计 不低于 10 亿元人民币 （净利润以扣除非经常性损益前后孰低值计算）； 上市公司最近 1 个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润不得超过上市公司合并报表净利润的 50% 。
净资产	上市公司最近 1 个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司净资产不得超过上市公司合并报表净资产的 30% 。
并购重组	上市公司最近 3 个会计年度内 发行股份及募集资金投向的业务和资产 、最近 3 个会计年度内 通过重大资产重组购买的业务和资产 ，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产。
股本	上市公司及拟分拆所属子公司 董事、高级管理人员及其关联人员 持有所属子公司的股份，不得超过所属子公司分拆上市前总股本的 10% 。
披露说明	本次分拆有利于上市公司突出主业、增强独立性；上市公司与拟分拆所属子公司不存在同业竞争，且资产、财务、机构方面相互独立，高级管理人员、财务人员不存在交叉任职；拟分拆所属子公司在独立性方面不存在其他严重缺陷。

资料来源：Wind，安信证券研究中心

■投资建议：公司是低估值的军工新材料标的，不仅是铜基材料加工龙头，加速拓展铜板带和铜导体等业务，并依托在热加工装备和高性能纤维复材预制件的核心技术优势，考虑军品上量并进一步拓展热场材料、高铁碳刹车预制件等军民新材料业务，存在业绩弹性。此外，关注公司19年5月公布的回购方案的落地，以及江苏天鸟和顶立科技存在未来科创板分拆上市的可能。

风险提示：新材料业务拓展不及预期；传统主业业绩下滑

6.8、航天发展：19H1 实现归母净 (2.23 亿元, +37.92%)

■事件：公司发布 2019 年中报，实现收入 (14.92 亿元, +44.60%)，归母净 (2.23 亿元, +37.92%)。

■内生外延并重，业务板块聚焦

19 年中业绩增长来自于原主业的较快增长。公司 19 年中实现归母净 2.23 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 1.66、0.34、0.21、0.16 亿元，合计 (2.38 亿元, +18.38%)；投资收益 -397 万元，主要对应北京锐安科技少数股权投资，由于项目性质，多在年末交付结算。公司的销售费用、管理费用和研发费用分别为 0.54、1.36、1.33 亿元，较去年同期分别增加 71.68%、19.13%、-2.80%。

预付账款和存货增长反映订单预期。公司存货同比增长 23.44%，其中原材料、在产品、库存商品分别为 3.30、4.96、0.63 万元，分别为同比增长 +46.54%、+14.89%、+7.88%。预付账款同比增长 106.59%。预付账款及原材料的大幅增长，反映了订单增长的提前备货情况。

内生外延并重，资本运营工作不断推进。根据公告，公司作为航天科工集团赋予的“新产业、新领域的拓展平台”地位，将继续稳步推进对锐安科技控股权的收购，拟通过新设、收购方式，加速外延式发展；微系统将加大产业上下游整合力度，实现业务并购拓展。并继续适时开展亏损企业治理、低效公司清理工作，目前航天恒容 51% 股权已经挂牌转让。

■电磁科技工程仍是公司最主要的利润来源，稳健增长

公司 19H1 电磁科技产品实现收入 (6.43 亿元, +9.4%)，毛利率 47.61%，毛利率下降 5.31pct，主要为业务结构变化以及某些新增项目成本较高。其中：

- 南京长峰 19H1 年实现收入 (6.27 亿元, +25.9%)，净利润 (1.66 亿元, +6.4%)，收入增长主要是持股 65% 的子公司江苏大洋船舶加工实现收入 (2.05 亿元, +66.7%)，毛利率 32.35%，增加 8.49pct，其以绿色环保节能型船舶产品为突破，分利用航天科工国际云及工业互联网平台开拓国际市场，为新加坡船东建造的 2 艘 13KDWT 绿色环保化学品船项目正式开工，首艘 7999DWT 环保加油船在江苏省泰州市完成下水仪式。扣除船舶收入，南京长峰实现 (4.22 亿元, +12.5%)。电子蓝军业务取得重大突破，成功中标多个军方项目，并圆满完成重大演训任务。预计 19 年随着公司项目不断落地，以及以重大演训为代表的试验任务的完成及收入确认，盈利能力或将提升，实现高速增长。
- 仿真公司 19H1 实现收入 (2.00 亿元, +53.3%)，净利润 (2098 万元, +74.5%)。军用仿真业务显著增长，成功签订电子指挥沙盘及重型汽车训练模拟系统批产合同，并深化后勤保障装备规划论证，大力加强装备信息化产品体系建设，形成装备采集、存储、传输及管理各环节的核心产品全线列装。产品列传带动业绩释放，关注 19-20 年 4542、5444 万元的业绩承诺的实现情况。
- 欧地安 19H1 实现收入 (2.39 亿元, +84.5%)，净利润 (3405 万元, +101.7%)。欧地安盈利能力显著提高，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在毫米波测试及高强度辐射场测试领域取得技术突破，已具备微波暗室建设系统集成一体化解决方案能力；并完成强电磁防护系列化产品研制，实现推广应用。

■通信指控不断转型，实现恢复性增长

19 年中期通信指控业务实现收入 (4.17 亿元, +121.91%)，毛利率 32.05%，较去年同期下

降了 23.08pct，其中重庆金美是国内军用战术通信系统核心设备的提供商，19 年中实现收入（2.47 亿元，+9.49%），净利润（1638 万元，+4.34%）。通信指控业务稳步推进多个重大项目，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 通信产业化论证与技术研发，推动通信产业转型升级。

■ 网络信息安全业务将是公司重要的业绩增长点，业绩承诺实现问题不大

19H1 公司网络信息安全业务实现收入（9700 万元，+326.9%），毛利率 59.1%，主要为壹进制和航天开元，19 年中标南航智慧校园共享灾备云项目，完成教育行业灾备市场新突破；与中国通服重庆公司签订战略合作协议，成为国家等级保护办法 2.0 发布后的首家被测评企业。公司立足国家网络安全需求，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，在公安部大力推动信息化建设成立大数据局以及网络安全已成为中央企业负责人经营业绩考核指标的时代背景下，预计业绩承诺实现无忧。

表 30：收购三家标的业绩承诺

	作价/亿元	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
锐安科技	22.23	16000	19710	23200	26500	
壹进制	2.70	1500	1880	2350	2930	3520
航天开元	2.26	1250	1560	1980	2400	2640
合计（锐安 100%）	26.96	18750	23150	27530	31830	
合计（锐安 43.34%）	14.90	9684	11982	14385	16815	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

■ 微系统业务取得良好开端，关注其进一步的发展

公司已于航天科工内部单位共同设立微系统技术公司，并取得良好开端，19 年中期微系统业务营收 0.26 亿元，毛利率 22.59%。其围绕复杂微系统集成设计、核心系统级芯片研发、微系统设计仿真软件和微系统关键工艺能力四大发展方向，与行业用户单位积极对接，在多个项目研制上达成合作。

■ 减持尚未最终落地

7月2日，公司股东发布减持预披露公告，其中基布兹（持股 8968 万股，占总股本比例 5.59%）、康曼迪（持股 5418 万股，占总股本比例 3.37%）计划在本公告披露之日起 15 个交易日后的六个月内合计不超过 9,634.08 万股（6%）。目前康曼迪已通过集中竞价减持 1606 万股（1%），通过大宗交易减持合计 2,343.76 万股（1.46%），自 7 月 31 日起 90 个交易日内康曼迪及基布兹将不再通过大宗交易的方式减持公司股份。

■ 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，稳健发展；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。

■ 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

6.9、红相股份：2019H1 归母净利同比增长 17.39%，逐季改善明显

■事件：8月27日，公司发布2019年半年报，实现营收6.58亿元，同比增长4.58%；实现归母净利润1.42亿元，同比增长17.39%。

■点评：

1) 公司业绩逐季改善，全年业绩仍看较好增长。公司2019H1营收增速4.58%，归母净利增速17.39%，归母净利增速大于营收增速应是因为母公司电力板块业务增长较好，整体毛利率有所改善（毛利率44.14%，同比改善0.49%）。另外，公司注重研发，研发费用2921万元，较去年同期增加22.62%，研发费用率4.44%，较去年同期增加0.65个百分点。单季度看，公司第二季度营收环比增长13.17%，归母净利环比增长33.33%，逐季改善明显。

分部看，公司电力分部营收2.97亿，同比增长20.70%，毛利率51.41%，略有下滑1.06个百分点，电力板块受益电网公司继续推进状态检修的设备管理模式、坚强智能电网+泛在电力物联网建设和配网建设，稳健增长；铁路轨交及新能源分部营收3.14亿，同比下降9.22%，毛利率上升4.05%，主要是因为新能源业务如EPC总包业务的主动收缩，另新能源EPC业务毛利率低于铁路轨交业务，剔除新能源分部业务看，公司轨道交通业务有较好增长，同时毛利率更高的铁路牵引变压器订单景气。公司军工板块实现营收4730万，同比下降24.25%，主要是因为公司部分产品交付进度延后，公司在手订单增长较好，19年仍在业绩承诺期内，下半年预计将恢复。

从现金流角度看，经营活动产生的现金流量净额得到明显改善，相比上年同期改善76.87%，有助于改善公司资金压力，原因主要是母公司和子公司银川卧龙客户回款加快，销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期增加了1.52亿元。投资活动产生的现金流量净额较上年同期增加29,578.76万元，增长61.12%，主要是中宁风电项目的投资。

2) 公司上半年启动了公开发行可转换公司债券事项，外延式发展可期。2019年4月，公司启动公开发行可转换公司债券方案，拟发行可转债募集资金总额不超过人民币8.03亿元，用于收购星波通信32.46%股权、收购涵普电力49%股权、投资年产24,700套配网自动化产品扩产易地技改项目、投资节能型牵引变压器产业化项目及补充流动资金等项目。募投项目的实施一方面将并表控股子公司少数股东利润，直接增厚公司的业绩，另一方面也将进一步提升企业研发实力，新产品开发能力和产业化能力。

3) 军工内生+外延式发展，深化军工领域布局，毫米波产品及技术优势有望在5G领域转化切入。2019年6月24日，公司通过增资方式收购了子公司成都鼎屹51%的股权，成都鼎屹及全资子公司红辉科技是从事红外热成像相机研发商，主要产品包括红外热成像相机、车载红外热成像系统、安防监控红外热像仪、整机设备及图像处理板卡等，可应用于军工、电网监测、消防搜救、油井监控以及交通路况等领域。原来旗下公司星波通信是民企军用微波第一梯队，主营射频微波毫米波集成电路在机载雷达、导弹微波导引头、军用通信装备等军工领域的应用，近年来公司产品品类逐步扩充，在维持已有机载、弹载业务的同时，逐步向军用通信系统渗透，将较大受益自身产品线扩充、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，有望保持较高增长。另外，贸易战背景下通信厂商有望寻求更多自主可控，军工微波技术与民用5G系统同宗同源，看好公司借助在军工毫米波领域积累的技术优势向民用通信特别是5G的转化和切入。

4) 电力、轨道交通业务稳健增长，盈利能力较好。公司是电力监测检测细分行业龙头，受益电网公司继续推进状态检修的设备管理模式、坚强智能电网+泛在电力物联网建设和配网建设，保持稳健增长；旗下银川变压器是铁路牵引变压器龙头，核心受益我国持续投入的铁

路基础设施建设，包括我国中西部地区的主干线，中东部地区的复线、支线、联络线铁路建设，旧线的电气化改造，以及运行年限在 15 年以上线路的自然更换等。

■ **投资建议：**公司业绩逐季改善，随着可转债顺利发行，公司在军工领域的布局有望深入推进，公司军工毫米波产品及技术优势有望在 5G 领域转化切入。军用微波领域民营企业第一梯队，在已有机载、弹载业务同时逐步拓展到军用通信领域，将较大受益自身产品线扩充、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，有望保持较高增长。自主可控趋势下，毫米波领域积累的技术优势有望向 5G 转化和切入。电力、轨道交通业务板块稳健增长，盈利能力较好，其中电力监测检测领域是细分行业龙头，受益电网公司继续推进状态检修的设备管理模式、坚强智能电网+泛在电力物联网建设和配网建设，保持稳健增长；旗下银川变压器是铁路牵引变压器龙头，核心受益我国持续投入的铁路基础设施建设。目前对应 19 年估值 18 倍，建议重点关注。

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

6.10、中国船舶：2019H1 归母净利润 0.45 亿元，关注资产重组方案演进带来的投资机会

事件：公司发布 2019 年中报。2019H1，公司实现营收（97.73 亿元，+27.95%），归母净利润（0.45 亿元，-78.29%），扣非归母净利润亏损 0.84 亿元，减亏 2.32 亿元；经营性现金流净额（12.71 亿元，+17.76%）。

2019H1 完成年营收计划的 56.62%。2019H1，虽然面对中美贸易摩擦带来的新造船需求大幅下降的行业形势，公司作为国内民船龙头，得益于造船产业集中度提升，整体经营仍呈现稳中有进、稳中向好的发展态势。

经营层面：2019H1，公司承接新造船订单 7 艘/53.90 万 DWT；修船业务承接合同金额 8.74 亿元，完成年计划的 128.46%；动力业务承接柴油机 84 台/196.40 万马力，功率数完成年计划的 47.90%；机电设备业务上，公司承接机电设备合同金额 8.93 亿元。至 6 月底，公司累计手持造船订单 76 艘/1103.66 万 DWT，累计手持修船合同金额 4.70 亿元；累计手持柴油机订单 181 台/313.31 万马力。

生产层面：2019H1，公司完工交付船舶 21 艘/333.00 万 DWT，吨位数完成年计划的 55.68%；完成修 109 艘/5.73 亿元，产值完成年计划的 78.52%；柴油机完工 93 台/185.34 万马力，功率数完成年计划的 48.41%；实现机电设备产值 6.00 亿元。重点产品方面，外高桥造船 40 万吨 VLOC、109.9K 油轮、CJ50 自升式平台、中船澄西 8.2 万吨散货船成功交付，沪东重机 W7X62B 主机顺利通过型式认可试验、承制的沪东中华长兴造船厂区 VOCs 治理项目成功交付。

扣非归母净利润仍然亏损、但是减亏的原因。一方面，民船仍处在长周期底部，造船企业仍面临经营压力。2019H1，全球经济复苏势头放缓，国际航运市场小幅回升，受国际贸易摩擦和地缘政治影响，全球新船需求大幅下降。据中国船舶工业协会数据，我国新接造船订单量同比下降 46.9%，民船行业仍处在长周期底部。“融资难”“接单难”等问题没有缓解，船舶工业平稳健康发展仍面临较大挑战。

中国船舶的投资逻辑已发生变化：现阶段投资逻辑侧重于重组方案的演进，与去年年底低 PB、超跌带来的投资逻辑有着较大差别。我们自去年底部独家推荐中国船舶、今年一季度明确表示看好船舶板块的表现，逻辑来自于几大船舶总装厂 PB 估值处于历史低位，且民船处在长周期底部呈逐步回暖阶段。当前处于南北船集团战略性重组阶段，投资逻辑变化为上市公司资产重组推进带来的资产重估的机会。

2019 年 8 月 14 日，中国船舶发布公告对重大资产重组方案进行调整。调整后方案三个步骤实施完成后，与原方案相比仅减少了广船国际 32.54% 股权，不存在重大差异。且将中船集团旗下核心的军民船业务整合进入上市公司，进一步强化中国船舶作为船海业务上市平台的定位。

本次资产重组方案实施完成后，中船集团旗下主要船舶造修总装厂如江南造船、广船国际、黄埔文冲、外高桥造船、中船澄西等均已纳入体内，拟注入的标的公司江南造船、黄埔文冲和广船国际在军、民船舶造修领域具有较强的核心竞争优势和行业地位，有利于完善上市公司造修船板块布局、巩固业务竞争优势、提升上市公司资产规模。

投资建议：我们认为，民船处在长周期底部，现呈逐步回暖趋势。公司作为我国民船龙头企业，将受益于民船逐步回暖及造船业供给侧改革；军船层面，公司已打造为中船工业集团军船总装资产上市平台，将充分受益于海军装备建设。我们预计 2019-2021 年净利润分别为

29.32、6.95、10.44 亿元，EPS 分别为 0.66、0.16、0.24 元，对应当前股价的 PE 分别为 37X、155X、103X。中国船舶作为南北船集团战略性重组最为受益标的，值得关注。

风险提示：民船市场需求仍较萎靡；重组方案的不确定性。

■ 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、张傲、余平声明, 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	
	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	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	北京联系人	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	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
袁进		010-83321345	yuanjin@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@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