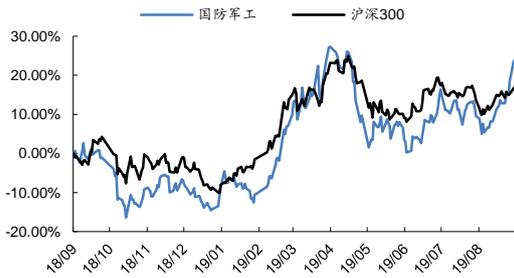


研究所
 证券分析师: 谭倩 S0350512090002
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
 联系人: 苏立赞 S0350117080021
 sulz@ghzq.com.cn
 联系人: 邹刚 S0350117090025
 zoug@ghzq.com.cn

中报验证行业景气, 基金持仓有望回升

——国防军工行业中报总结

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
国防军工	11.8	18.4	21.9
沪深300	3.7	8.0	15.5

相关报告

《国防军工行业周报: 行业景气上行国庆阅兵确认, 看好军工板块市场表现》——2019-09-01

《国防军工行业周报: 中报验证行业景气, 环境利于军工表现》——2019-08-25

《国防军工行业周报: 中船集团专业化整合, 板块进入中报密集披露期》——2019-08-18

《国防军工行业周报: 稳健增长优势凸显, 国企改革持续催化》——2019-08-11

《国防军工行业周报: 美俄退出《中导条约》, 关注军工长期成长》——2019-08-04

投资要点:

- **行业景气持续提升, 费用率下降加速业绩增长。**2019年上半年, 军工板块整体实现营业收入1620.63亿元, 同比增长8.20%; 实现归母净利润77.47亿元, 同比增长18.50%。营收和归母净利润增速维持在较高水平, 进一步验证了进入十三五后期, 军方采购的增长。盈利能力方面, 板块毛利率维持稳定, 管理费用率下降明显, 减少2.94PCT。
- **航空表现持续优异, 船舶业绩边际改善。**子行业增速方面, 航空、船舶和兵器板块收入实现增长, 其中航空板块增速最高, 达到21.19%; 纵向比较来看, 航空和船舶板块的归母净利润增速均呈现加速态势, 航空景气度持续提升, 船舶板块边际改善。受民品业务拖累, 信息化板块和航天板块部分民品收入占比较高的公司营收出现下滑, 拖累板块表现。
- **上下游共振, 生产交付增长明显。**2019H1主机和配套企业收入均呈现高增长态势, 5家代表性主机厂的增速中位数为10.67%, 代表性配套企业的增速中位数为15.41%, 产业链上下游均呈现较高的景气度, 行业进入生产和交付的高峰。随着产品的生产交付, 预收账款转为收入, 下游总装企业预收账款有所减少; 上游配套企业方面, 预付账款和存货仍然增长明显, 增速中位数分别为13.22%和17.80%, 下游需求仍在增长。
- **总体持仓下滑, 偏好业绩增长和改革预期。**2019H1, 基金对军工标的的重仓持股比例为0.90%, 低配0.71%, 配置比例进一步下滑。个股方面, 持仓前五的标的的位置相对稳定; 钢研高纳、航天发展、中航光电、烽火电子、四创电子等加仓明显, 体现出基金对于业绩增长和改革预期的偏好。我们预计随着中报对行业高景气的验证, 以及国庆临近市场环境对军工板块的利好, 三季度基金的持仓有望提升。
- **行业评级: 推荐评级。**随着国防建设进入装备采购高峰期, 军工行业景气度不断提升, 中报业绩进一步验证, 复杂环境下军工行业持续稳定增长的优势也将进一步凸显; 国企改革方面, 改革向着更大的范围和更深的层次加速推进, 并逐渐进入落地阶段, 改革的政策

红利有望逐渐释放；华为事件影响下，自主可控重要性升级，军工企业有望迎来国产化替代良机；热点催化方面，国庆七十周年阅兵、中美贸易冲突等将持续提升板块关注度；我们看好军工板块市场机会，给予推荐评级。

- **投资策略及重点推荐个股：**装备建设主线上，重点关注装备缺口大、成长空间广阔、股价处于低位、有望受益国企改革的总装和配套龙头，推荐中直股份、中航飞机、中航沈飞等；2、信息化方向上，关注民品市场竞争力较强，市场份额有望快速提升的振华科技、航天电器、中航光电；3、资产证券化方向，关注体外资产质优量大，估值合理的四创电子、中国海防、久之洋等。
- **风险提示：**1) 军品采购不及预期；2) 企业盈利不及预期；3) 国企改革以及军工资产证券化的不确定性；4) 系统性风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-09-04 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
000733.SZ	振华科技	18.11	0.5	0.62	0.77	36.0	29.25	23.53	未评级
000768.SZ	中航飞机	17.57	0.2	0.24	0.27	87.85	73.21	65.07	增持
002025.SZ	航天电器	28.98	0.84	1.04	1.27	34.5	27.87	22.82	买入
002179.SZ	中航光电	43.47	1.21	1.16	1.44	35.93	37.47	30.19	买入
300516.SZ	久之洋	35.62	0.38	0.5	0.66	93.74	71.24	53.97	买入
600038.SH	中直股份	50.11	0.87	1.12	1.35	57.6	44.74	37.12	买入
600760.SH	中航沈飞	36.58	0.53	0.61	0.75	69.02	59.97	48.77	买入
600764.SH	中国海防	32.55	0.17	0.27	0.29	139.45	120.56	112.24	买入
600990.SH	四创电子	57.32	1.62	1.89	2.21	35.38	30.33	25.94	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（未评级股票盈利预测取自万得一致预期）

内容目录

1、行业景气持续提升，费用率下降加速业绩增长	5
2、航空表现持续优异，船舶业绩边际改善	5
3、上下游共振，生产交付增长明显	7
4、基金持仓继续下滑，三季度有望回升	8
5、行业评级	9
6、投资策略及重点推荐个股	9
7、风险提示	11

图表目录

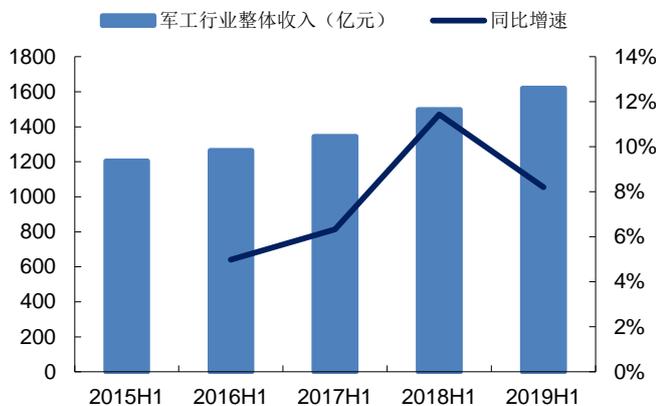
图 1: 军工板块 2019H1 营收及增速	5
图 2: 军工板块 2019H1 归母净利润及增速	5
图 3: 军工板块 H1 毛利率	5
图 4: 军工板块 H1 费用率	5
图 5: 各子行业收入占比	6
图 6: 各子行业归母净利润占比	6
图 7: 各子行业收入增速	6
图 8: 各子行业归母净利润增速	6
图 9: 各子行业毛利率	6
图 10: 各子行业期间费用率	6
图 11: 军工行业市值占比及基金配置比例	8
图 12: 超低配情况	8
表 1: 主机和配套企业业绩及增速	7
表 2: 2019H1 主机厂预收账款、预付账款和存货	7
表 3: 配套企业预收账款、预付账款和存货	8
表 4: 2019Q2 基金持仓前十标的	9
表 5: 2019Q2 加仓前十标的 (按股份数量)	9

1、行业景气继续提升，费用率下降加速业绩增长

以国海军工行业股票池为样本（参考申万和中信行业分类），对军工行业整体经营情况进行分析。

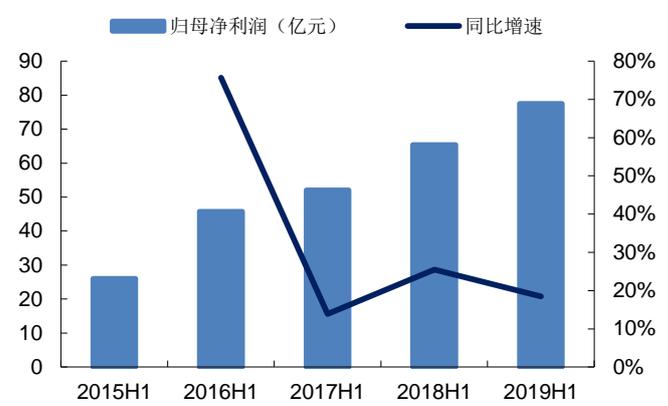
2019 年上半年，军工板块整体实现营业收入 1620.63 亿元，同比增长 8.20%；实现归母净利润 77.47 亿元，同比增长 18.50%。纵向比较来看，增速相对于 2018 年 H1 有所减慢，主要是 2018 年军改影响减弱和进入订货高峰下采购增长明显。归母净利润方面，与收入趋势一直，增速有所减慢，但仍维持在较高水平，达到 18.50%。营收和归母净利润增速维持在较高水平，进一步验证了进入十三五后期，军方采购进一步增长，行业维持高景气。

图 1：军工板块 2019H1 营收及增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：军工板块 2019H1 归母净利润及增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

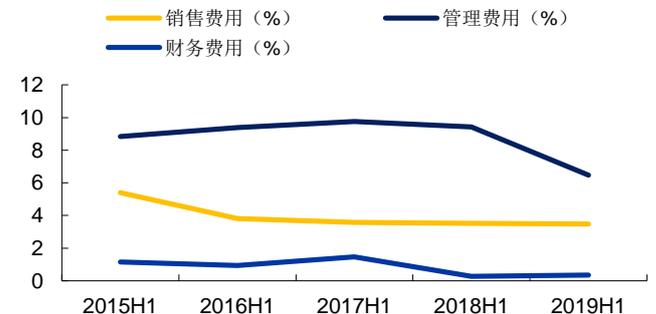
盈利能力方面，军工板块 2019H1 整体毛利率为 16.65%，与去年同期基本持平。三费方面，军工板块经营效率提升，板块管理费用率下降明显，减少 2.94PCT，销售费用率和财务费用率相对稳定。

图 3：军工板块 H1 毛利率



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：军工板块 H1 费用率

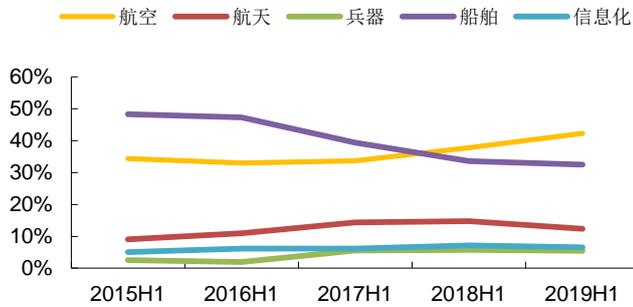


资料来源：Wind、国海证券研究所

2、航空表现持续优异，船舶业绩边际改善

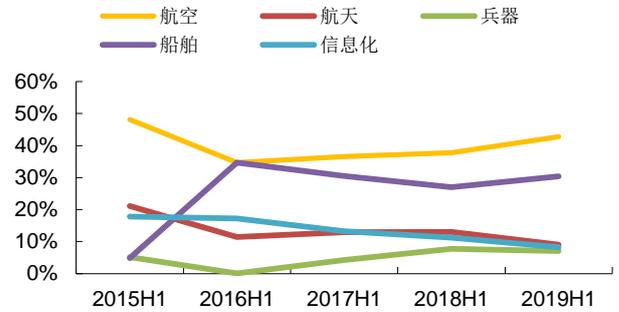
收入结构方面，航空和船舶贡献较大，占比分别为 42.29%和 32.46%；船舶板块，行业进入触底阶段，受造船完工量提升，行业营业收入有所回升，收入占比下滑趋势减弱；航空板块景气度较高，收入占比进一步提升，达到 42.29%。归母净利润结构方面，航空板块占比也持续提升，达到 42.75%；同时，船舶板块的占比也有所回升。

图 5：各子行业收入占比



资料来源：Wind、国海证券研究所

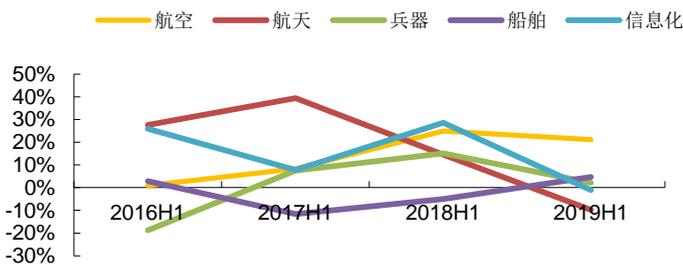
图 6：各子行业归母净利润占比



资料来源：Wind、国海证券研究所

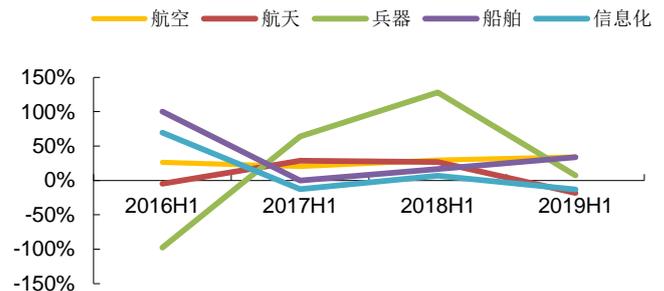
子行业增速方面，航空、船舶和兵器板块收入实现增长，其中航空板块增速最高，达到 21.19%；归母净利润方面，与收入趋势保持一致，航空、船舶、兵器板块实现增长，航空增速最高，超过 30%。纵向比较来看，航空和船舶板块的归母净利润增速呈现加速态势，景气度持续提升。信息化板块中，标的表现出现分化，受汽车等业务拖累，北斗星通等营收出现下滑；大立科技、高德红外等红外产业链标的则大幅增长，业绩表现亮眼。航天板块出现下滑，主要是航天通信等民品占比较多的公司民品业务下滑影响。

图 7：各子行业收入增速



资料来源：Wind、国海证券研究所 (对资产注入进行了平滑处理)

图 8：各子行业归母净利润增速

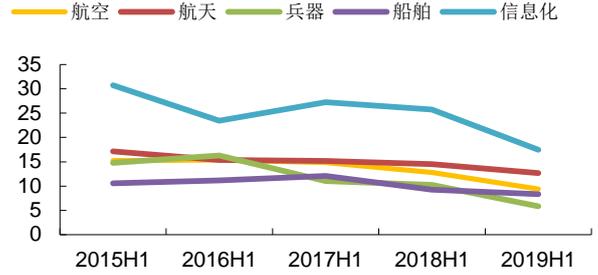
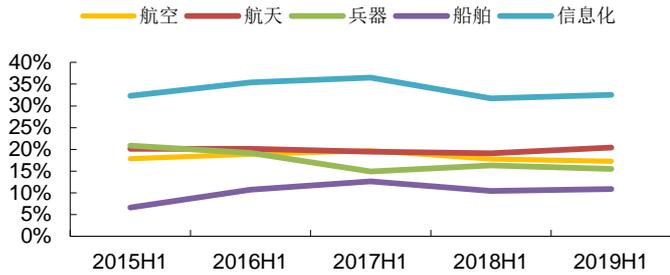


资料来源：Wind、国海证券研究所

从盈利能力上看，各子行业毛利率相对保持稳定，信息化板块毛利率也停止下滑；从期间费用上看，信息化板块、航空板块和兵器板块下降明显，分别为降低 8.31PCT、3.44PCT 以及 4.36PCT。

图 9：各子行业毛利率

图 10：各子行业期间费用率



资料来源: Wind、国海证券研究所

资料来源: Wind、国海证券研究所

3、上下游共振，生产交付增长明显

2019H1 主机和配套企业收入均呈现高增长态势，5 家代表性主机厂的增速中位数为 10.67%；代表性配套企业的增速中位数为 15.41%；产业链上下游均呈现较高的景气度。在 2018 年行业进入高景气阶段的基础上，景气进一步传导，行业进入生产和交付的高景气状态。

表 1: 主机和配套企业业绩及增速

证券代码	证券简称	营业总收入 (亿元)	同比增速%	归属母公司股东的净利润 (亿元)	同比增速%
000768.SZ	中航飞机	146.88	10.67	2.24	38.05
600760.SH	中航沈飞	112.85	80.35	4.31	331.68
600038.SH	中直股份	69.00	28.75	2.41	35.50
600893.SH	航发动力	88.24	6.15	3.23	-10.29
600967.SH	内蒙一机	53.15	4.57	3.34	15.66
002013.SZ	中航机电	53.39	-2.02	3.25	12.39
600372.SH	中航电子	34.31	15.41	1.70	14.42
002179.SZ	中航光电	45.97	28.23	5.73	23.13
002025.SZ	航天电器	16.19	38.56	1.87	19.17
600879.SH	航天电子	61.55	1.38	2.35	4.90

资料来源: Wind、国海证券研究所

预收账款方面，相对于一季度末中航飞机（同比增长 57.10%）、内蒙一机（同比增长 33.94%）的大幅增长，中报预收账款有所减少，主要是生产交付力度加大，预收账款转化为收入；存货方面，中报收入增速靠后的航发动力、内蒙一机大幅增长，一旦交付将为业绩增长形成明显拉动，业绩具备较大的增长潜力。

表 2: 2019H1 主机厂预收账款、预付账款和存货

证券代码	证券简称	预收账款 (亿元)	同比增长率	预付账款 (亿元)	同比增长率	存货 (亿元)	同比增长率
000768.SZ	中航飞机	8.72	-2.11%	32.69	57.52%	156.47	-6.02%
600760.SH	中航沈飞	19.41	-71.30%	1.65	-50.73%	88.73	-3.84%
600893.SH	航发动力	21.14	25.37%	6.28	13.29%	184.64	21.65%

600038.SH	中直股份			3.04	-8.12%	135.80	2.58%
600967.SH	内蒙一机	53.78	2.37%	7.42	-22.99%	31.50	44.31%

资料来源：国海证券研究所

配套企业方面，预付账款和存货对配套企业业绩增长具有较强的指引。选取的5家军品占比较高的企业中，预付账款增速中位数为13.22%，存货增速中位数为17.80%。预付账款和存货的增长，表示产业景气度仍在持续提升，下游需求仍在增长。

表 3：配套企业预收账款、预付账款和存货

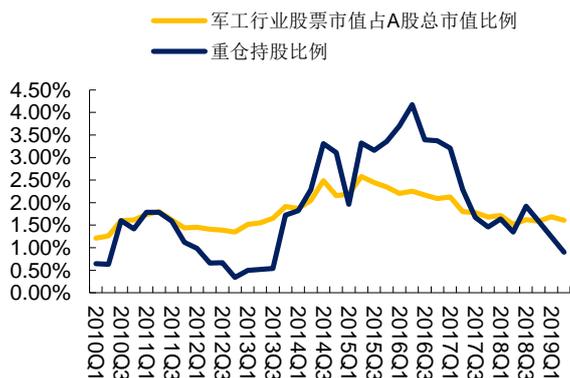
证券代码	证券简称	预收账款（亿元）	同比增长率	预付账款（亿元）	同比增长率	存货（亿元）	同比增长率
002013.SZ	中航机电	2.28	-5.37%	3.19	-28.03%	46.26	14.21%
600372.SH	中航电子			4.67	47.91%	40.67	9.71%
002179.SZ	中航光电			0.72	13.22%	21.19	17.80%
002025.SZ	航天电器	0.06	-52.05%	0.80	33.22%	5.00	19.04%
600879.SH	航天电子	10.66	30.20%	23.26	50.52%	89.72	28.02%

资料来源：Wind、国海证券研究所

4、基金持仓继续下滑，三季度有望回升

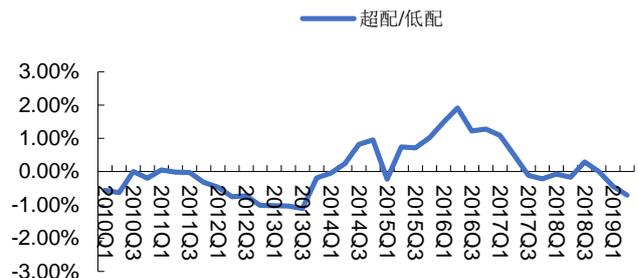
以普通股票型、混合型和灵活配置型基金为基础，对军工板块基金配置进行分析。2019年H1，基金对军工标的的重仓持股占比为0.90%，低配0.71%，配置比例进一步下滑。

图 11：军工行业市值占比及基金配置比例



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12：超低配情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

个股方面，中航光电、中直股份、中航沈飞、航天电器、内蒙一机依旧是持仓前五的标的，相对稳定；持仓变化方面，获得加仓前五的标的是钢研高纳、航天发展、中航光电、烽火电子、四创电子。

总体来看，截至二季度末，基金对军工的持仓仍在下降，我们预计随着中报的披露对行业高景气的验证，以及国庆临近市场环境对军工板块的利好，预计三季度

基金的持仓将提升。

表 4: 2019Q2 基金持仓前十标的

证券代码	证券简称	市值 (万元)	持仓变化 (万股)	2019Q1 排名
002179.SZ	中航光电	152569.8707	457.2572	1
600038.SH	中直股份	96922.0519	-679.4334	2
600760.SH	中航沈飞	60218.55178	-783.3746	3
002025.SZ	航天电器	58392.63552	23.1937	4
600967.SH	内蒙一机	55120.17952	-14.993	5
000547.SZ	航天发展	43150.76264	889.2323	7
600990.SH	四创电子	42475.14648	161.7692	9
002013.SZ	中航机电	39555.29477	-914.807	6
300034.SZ	钢研高纳	30697.37698	1018.3405	16
002465.SZ	海格通信	23816.94199	-362.3213	11

资料来源: Wind、国海证券研究所

表 5: 2019Q2 加仓前十标的 (按股份数量)

证券代码	证券简称	持仓市值 (万元)	持仓变化 (万股)
300034.SZ	钢研高纳	30697.37698	1018.3405
000547.SZ	航天发展	43150.76264	889.2323
002179.SZ	中航光电	152569.8707	457.2572
000561.SZ	烽火电子	1740.68508	252.2732
600990.SH	四创电子	42475.14648	161.7692
300424.SZ	航新科技	1746.559484	109.3606
300456.SZ	耐威科技	3511.15401	73.4737
600150.SH	*ST 船舶	1876.47612	56.6517
000519.SZ	中兵红箭	1446.911449	47.1813
002025.SZ	航天电器	58392.63552	23.1937

资料来源: Wind、国海证券研究所

5、行业评级

随着国防建设进入装备采购高峰期,军工行业景气度不断提升,中报业绩进一步验证,复杂环境下军工行业持续稳定增长的优势将进一步凸显;国企改革方面,改革向着更大的范围和更深的层次加速推进,并逐渐进入落地阶段,改革的政策红利有望逐渐释放;华为事件影响下,自主可控重要性升级,军工企业有望迎来国产化替代良机;热点催化方面,国庆七十周年阅兵、中美贸易冲突等将持续提升板块关注度;我们看好军工板块市场机会,给予推荐评级。

6、投资策略及重点推荐个股

装备建设主线上，重点关注装备缺口大、成长空间广阔、股价处于低位、有望受益国企改革的总装和配套龙头，推荐中直股份、中航飞机、中航沈飞等；2、信息化方向上，关注民品市场竞争力较强，市场份额有望快速提升的振华科技、航天电器、中航光电、亚光科技；3、资产证券化方向，关注体外资产质优量大，估值合理的中航电子、四创电子、中国海防、久之洋等。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-09-04 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
000733.SZ	振华科技	18.11	0.5	0.62	0.77	36.0	29.25	23.53	未评级
000768.SZ	中航飞机	17.57	0.2	0.24	0.27	87.85	73.21	65.07	增持
002025.SZ	航天电器	28.98	0.84	1.04	1.27	34.5	27.87	22.82	买入
002179.SZ	中航光电	43.47	1.21	1.16	1.44	35.93	37.47	30.19	买入
300516.SZ	久之洋	35.62	0.38	0.5	0.66	93.74	71.24	53.97	买入
600038.SH	中直股份	50.11	0.87	1.12	1.35	57.6	44.74	37.12	买入
600760.SH	中航沈飞	36.58	0.53	0.61	0.75	69.02	59.97	48.77	买入
600764.SH	中国海防	32.55	0.17	0.27	0.29	139.45	120.56	112.24	买入
600990.SH	四创电子	57.32	1.62	1.89	2.21	35.38	30.33	25.94	增持

资料来源：Wind 资讯据，国海证券研究所（未评级股票盈利预测取自万得一致预期）

7、风险提示

1) 军品采购不及预期; 2) 企业盈利不及预期; 3) 国企改革以及军工资产证券化的不确定性; 4) 系统性风险。

【军工组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。

苏立赞，清华大学工学硕士，西北工大工学学士；5年军工领域产业经验，3年军工行业投研经验；主要负责军工行业上市公司研究

邹刚，上海交通大学硕士，三年军方装备研究所工作经验，负责军工行业上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的

判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。