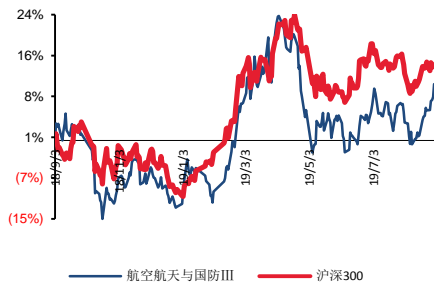


国防军工

军工行业半年报业绩综述：行业盈利能力提升，航空/材料板块延续高景气度

■ 走势对比



■ 子行业评级

■ 推荐公司及评级

中直股份 (600038)	买入
中航飞机 (000768)	买入
中航光电 (002179)	买入
中航机电 (002013)	买入
菲利华 (300395)	买入
光威复材 (300699)	买入
振华科技 (000733)	买入

证券分析师：马捷

电话：010-88695137

E-MAIL: majie@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519070002

证券分析师：刘倩倩

电话：010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190514090001

证券分析师：马浩然

电话：010-88321893

执业资格证书编码：S1190517120003

报告摘要

军工板块盈利能力显著提升，上半年交付明显加快。我们甄选了132个军工板块上市公司，对上半年业绩情况进行统计。上半年，军工板块营业收入总计3070.12亿元，同比增长7.99%；归母净利润总计168.84亿元，同比增长14.67%。19H1虽然环比Q1增速有较大幅度下滑，但2019年上半年军工板块增速仍领先全A 8.17个百分点。板块毛利率（18.80%）、净利率（6.47%）环比双升，分别增长0.83 pct和0.97 pct。毛利率水平接近近年巅峰（18.95%），净利润率更是创出新高。板块ROE为3.9%，较一季度增长0.06Pct，先于A股见底。从资产负债表端来看，2019H1，军工板块存货同比下降4.03%，环比下降3.79%；预收账款同比下降24.60%，环比下降18.69%；应收账款同比增长13.11%，环比增长4.34%。对比2018年上半年来看，19H1预收账款变化最为明显，结合流量表恶化表现，我们判断，今年上半年军工企业交付明显加速，预收账款确认为收入。

航空板块延续高景气，核心装备列装催生航空产业上游需求。2019年上半年，航空子行业实现839.61亿元，同比增长16.09%；归母净利润37.99亿元，同比增长62.19%。*st集成由于处置资产造成本期非经常性损益高达5.82亿元，大幅提升了板块的盈利能力，剔除该股后，板块整体净利润增长率为34.77%，仍然处于较高水平。受核心装备列装加速影响，板块内中航飞机、中直股份及中航沈飞三家主机厂上半年利润增速都超过35%，从而带动配套厂商如中航光电（+23.13%）、中航电测（+36.80%）等业绩释放。

军用材料板块向好的逻辑同样受益于航空装备列装。剔除鹏起科技（重大诉讼）后，军用材料板块整体归母净利润仍保持30%以上增速，从整体上看，整个板块的业绩驱动力主要来源于碳纤维、石英纤维、钛合金等高端航空航天材料，受益于航空航天装备列装加速，对高端军用材料的需求将保持旺盛。

信息化板块分化，红外、元器件、通信等行业龙头业绩突出。2019年上半年，军工信息化子行业实现营业收入388.24亿元，同比下降3.19%；实现归母净利润26.74亿元，同比下降5.64%。但从细分行业看，也不乏亮点，红外行业几个龙头公司业绩都延续高增

长，高德红外实现归母净利润（1.49亿元，+45.48%）、大立科技归母净利润（0.59亿元，+181.68%）、久之洋归母净利润（0.29亿元，+34.76%）。通信领域，龙头企业七一二归母净利润（0.68亿元，+26.97%）、海格通信归母净利润（2.23亿元，+18.98%）。被动元器件龙头振华科技、宏达电子都延续高成长，归母净利润增速分别为33.75%和39.66%。

盈利拐点未至，船舶板块仍处下行周期。2019年上半年，船舶板块实现营业收入574.54亿元，同比增长3.80%；归母净利润24.68亿元，同比增长35.48%。主要是由于中船防务本期获得8.13亿（搬迁补偿净收益12.48亿元）的非经常性损益，以及中国重工处置资产的11.19亿的非经常性损益。剔除两公司影响后，板块整体归母净利润增速为-26.71%，行业仍处于下行周期，盈利拐点仍需等待。

航空主机厂业绩明显释放，利润增幅显著。从主机厂业绩来看，6家主机厂19H1归母净利润15.08亿元，同比大幅增长44.66%，净利率率为3.17%，同比增长0.59个百分点，主机厂的盈利能力改善明显。净利润增幅较大的主机厂都集中在航空行业，中直股份归母净利润增长35.50%，中航飞机归母净利润增长38.50%，中航飞机归母净利润增长331.68%，三家主机厂上半年利润增速超预期，主要由于核心装备进入列装期，公司销量大幅提升。

重点推荐标的业绩增长远超行业平均水平。从我们重点覆盖的16家公司的业绩情况来看，2019年上半年，板块营收增速和归母净利润增速分别为21.05%和29.78%，指标增速远超行业平均水平。

风险提示：国防军费预算增速不及预期；军品采购订单增长不及预期。

目录

一、 军工板块利润率、ROE 双升，产品交付进入快车道	5
二、 航空产业链维持高景气，子行业龙头业绩突出	7
(一) 航空、材料等领域延续良好增长趋势.....	7
(二) 国企盈利能力提升，航空主机厂业绩明显释放.....	13
(三) 重点推荐标的业绩处于板块前列.....	14

图表目录

图表 1: 军工板块营收增速回落见底	5
图表 2: 军工板块归母净利润环比小幅下降	5
图表 3: 军工板块毛利率、净利率双升	6
图表 4: 军工板块毛利率、净利率双升	6
图表 5: 研发投入占比长期仍会增加	6
图表 6: 三费率稳中有降	6
图表 7: 军工板块 ROE 企稳回升	7
图表 8: 2018 和 2019H1 军工板块业绩一览	7
图表 9: 航空延续高景气度，收入同比增 16.17%	8
图表 10: 航空延续高景气度，利润同比增 62.19%	8
图表 11: 航空板块延续高景气，核心装备列装催生航空产业上游需求(亿元)	8
图表 12: 材料板块向好的逻辑同样受益于航空装备列装(亿元)	9
图表 13: 电子信息化板块分化，红外、元器件、通信等行业龙头业绩突出(亿元)	10
图表 14: 盈利拐点未至，船舶板块仍处下行周期(亿元)	11
图表 15: 电子信息化、通航无人机毛利率最高	12
图表 16: 船舶、航空板块净利率改善最为明显	12
图表 17: 费用率变动情况	12
图表 18: 通航无人机、电子信息化板块现金流情况较好，地面兵装下游需求旺盛	13
图表 19: 2019H1 营收情况	13
图表 20: 2019H1 归母净利情况	13
图表 21: 民参军毛利率提升优于国企	14
图表 22: 国企净利率提升 1.2 个百分点	14
图表 23: 航空主机厂业绩明显释放，利润增幅显著(亿元)	14
图表 24: 重点推荐标的业绩处于板块前列	15

一、 军工板块利润率、ROE 双升，产品交付进入快车道

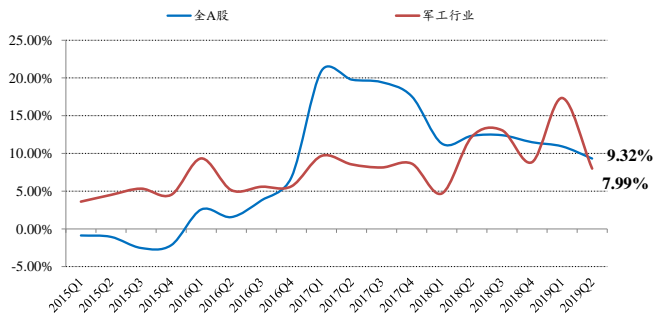
注：如无特别说明，文中“军工板块”指我们甄选的132只军工相关股票。

军工板块半年度营收、利润同比增速较一季度放缓

上半年，军工板块营业收入总计3070.12亿元，同比增长7.99%，增速并未延续Q1的迅猛之势，环比上季度有较大下滑（-10.17 pct），主要由于18Q1增速触底，导致该季度基数较小，从而19Q1增速显著高于一般水平。

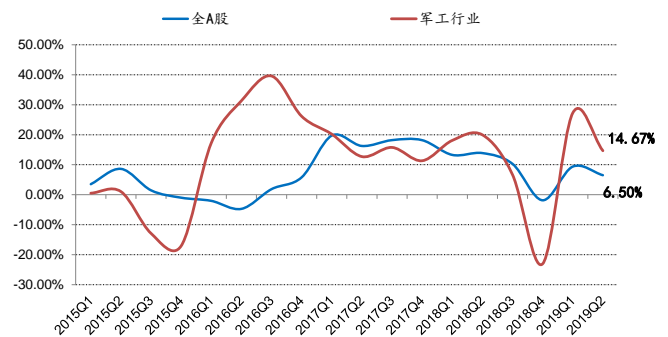
上半年，军工板块归母净利润总计168.84亿元，同比增长14.67%。自2017Q1以来，全A归母净利润增速波动下行，于2018Q4触底。军工板块总体趋势与全A基本相同，但具有明显放大效应，在2018Q4触底后（-23.04%），19Q1增速高达27.26%。19H1虽然环比Q1增速有较大幅度下滑，但2019年上半年军工板块增速仍领先全A 8.17个百分点。

图表1：军工板块营收增速回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：H1军工归母净利润增速较Q1小幅下降

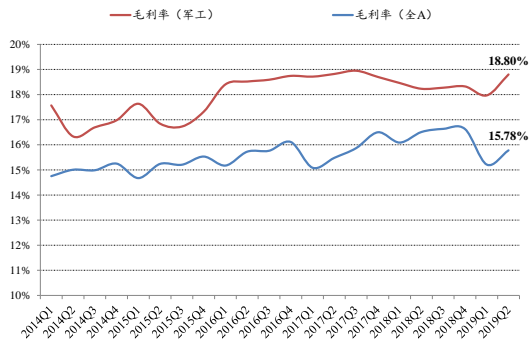


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

军工板块毛利率、净利率双升，净利率创出新高

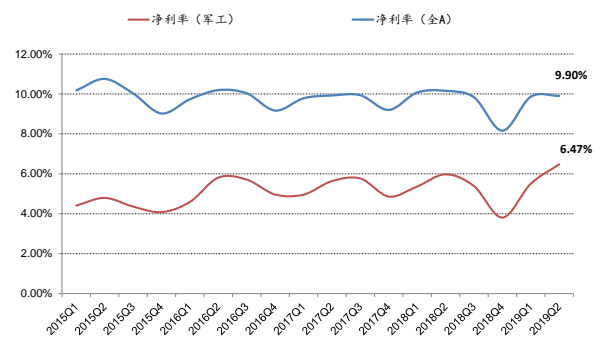
2019年上半年，军工板块毛利率（18.80%）、净利率（6.47%）较一季度双升，分别增长0.83 pct和0.97 pct。毛利率水平接近近年巅峰（18.95%），净利润率更是创出新高。

图表3：军工板块毛利率、净利率双升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表4：军工板块毛利率、净利率双升



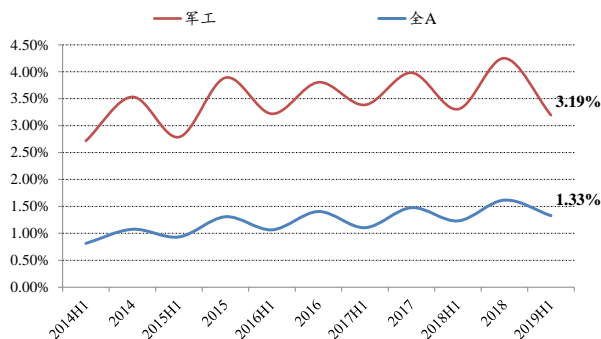
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

研发投入略降不改长期增加态势，期间费用率环比降0.79pct

军工板块的研发投入占比总体呈现逐年增加态势，且具有前半年低、后半年高的特点。19H1，军工板块研发投入占比为3.19%，同比降低0.11 pct。

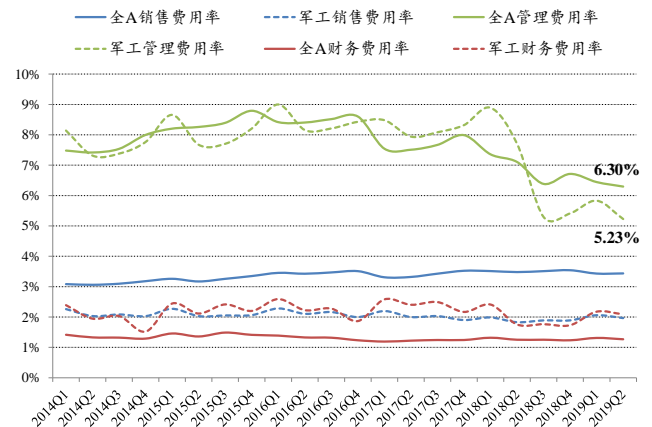
期间费用方面，19H1军工板块整体三费率为9.28%，环比19Q1下降0.79 pct，主要由于军工企业降本增效措施的推动，管理费用率持续下行，19H1较19Q1环比降低0.6 pct。

图表5：研发投入占比长期仍会增加



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表6：三费率稳中有降

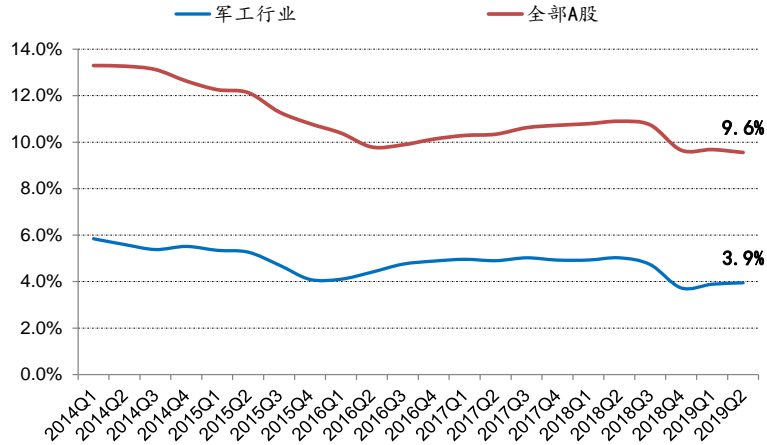


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

全A ROE仍在探底，军工板块ROE企稳回升

自2016Q2以来，A股ROE持续改善，但2018Q3全A ROE出现下滑，下滑趋势持续至今。2019H1，A股ROE环比下降0.12 Pct，同比下降1.34 Pct，目前仍在探底。19H1，军工板块ROE为3.9%，先于A股见底，虽同比仍下降1.08 Pct，但环比增长0.06 Pct。

图表7：军工板块ROE企稳回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

存货、预收款项下降、应收款快速增长，上半年交付明显加快

从资产负债表端来看，2019H1，军工板块存货同比下降4.03%，环比下降3.79%；预收账款同比下降24.60%，环比下降18.69%；应收账款同比增长13.11%，环比增长4.34%。对比2018年上半年来看，19H1预收账款变化最为明显，结合流量表恶化表现，我们判断，今年上半年军工企业交付明显加速，预收账款确认为收入。

图表8：2018H1和2019H1军工板块业绩一览

指标	2019H1	同比	环比	2018H1	同比	环比
营业总收入 (亿元)	3,070.12	7.99%	-	2,843.00	14.38%	-
归母净利润 (亿元)	168.84	14.67%	-	147.24	19.98%	-
净利润 (亿元)	198.68	17.06%	-	169.72	21.25%	-
毛利率	18.80%	0.57pct	0.83pct	18.23%	0.59pct	-0.23pct
净利率	6.47%	0.50pct	0.97pct	5.97%	0.34pct	0.61pct
存货 (亿元)	2,683.06	-4.03%	3.79%	2,795.86	5.89%	2.89%
预收账款 (亿元)	537.89	-24.60%	-18.69%	713.36	37.66%	-7.06%
应收账款 (亿元)	2,816.67	13.11%	4.34%	2,490.17	21.92%	8.81%
经营性现金流量 (亿元)	-154.33	(58.03)	(21.41)	-96.29	74.88	44.78

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、航空产业链维持高景气，子行业龙头业绩突出

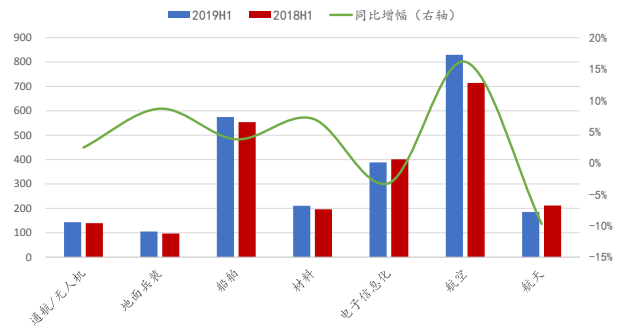
(一) 航空、材料等领域延续良好增长趋势

从利润表来看：

营业收入方面：2019年上半年，除航天和电子信息化行业的营业收入略有下滑，其他细分领域均有所增长，航空子行业延续高景气度，19H1收入端同比增长16.17%。

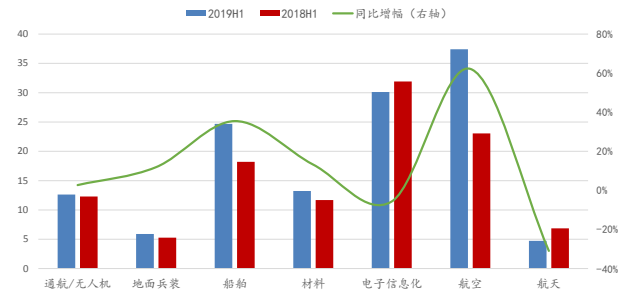
归母净利润方面：2019年上半年，航天和电子信息化行业呈现负增长，航天子行业同比下降30.95%，电子信息化同比下降5.64%。其他细分领域的归母净利润均有不同程度的提升，其中航空和船舶行业增长率最高，分别达到62.19%和35.48%。

图表9：航空延续高景气，上半年收入同比增16%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表10：航空延续高景气，上半年利润同比增62%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

航空板块延续高景气，核心装备列装催生航空产业上游需求。2019年上半年，航空子行业实现839.61亿元，同比增长16.09%；归母净利润37.99亿元，同比增长62.19%。*st集成由于处置资产造成本期非经常性损益高达5.82亿元，大幅提升了板块的盈利能力，剔除该股后，板块整体净利润增长率为34.77%，仍然处于较高水平。受核心装备列装加速影响，板块内中航飞机、中直股份及中航沈飞三家主机厂上半年利润增速都超过35%，从而带动配套厂商如中航光电(+23.13%)、中航电测(+36.80%)等业绩释放。

图11：航空板块延续高景气，核心装备列装催生航空产业上游需求(亿元)

公司	19H1 营收	18H1 营收	增幅 (%)	19H1 归母净利润	18H1 归母净利润	增幅 (%)
晨曦航空	0.82	0.53	54.93%	0.16	0.05	240.66%
新兴装备	1.96	1.62	20.55%	0.59	0.57	3.66%
航新科技	5.68	2.88	97.19%	0.33	0.31	6.69%
新研股份	5.21	7.71	-32.37%	0.51	1.88	-72.73%
炼石航空	10.28	6.55	56.94%	-0.47	-1.30	-64.15%
安达维尔	1.71	1.55	10.12%	0.02	-0.02	-191.36%
博云新材	1.63	2.77	-41.24%	-0.07	0.05	-251.44%
航发控制	13.69	12.85	6.53%	1.79	1.67	7.14%
中航飞机	146.88	132.72	10.67%	2.24	1.62	38.05%
中航机电	53.39	54.50	-2.02%	3.25	2.89	12.39%
*ST集成	11.69	8.50	37.56%	5.57	-0.53	扭亏

中直股份	69.00	53.59	28.75%	2.41	1.78	35.50%
洪都航空	9.06	4.48	102.00%	-0.45	-0.47	-3.11%
中航电子	34.31	29.73	15.41%	1.70	1.48	14.42%
航发科技	11.34	8.91	27.30%	-0.27	-0.47	-42.35%
中航高科	14.47	13.92	3.94%	2.50	1.26	97.68%
航发动力	88.24	83.12	6.15%	3.23	3.60	-10.29%
中航沈飞	112.85	62.57	80.35%	4.31	1.00	331.68%
中航电测	7.81	7.01	11.33%	1.24	0.91	36.80%
中航光电	45.97	35.85	28.23%	5.73	4.65	23.13%
中国海防	1.15	1.25	-8.59%	0.15	0.16	-7.90%
神剑股份	9.72	8.85	9.83%	0.58	0.45	28.57%
中航重机	28.95	25.57	13.25%	1.03	0.69	50.93%
钢研高纳	6.76	3.45	95.57%	0.86	0.46	86.19%
宝胜股份	147.06	152.77	-3.73%	1.04	0.82	27.11%
综述	839.61	723.25	16.09%	37.99	23.52	61.54%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

材料板块向好的逻辑同样受益于航空装备列装。剔除鹏起科技（重大诉讼）后，板块整体归母净利润仍保持30%以上增速，从整体上看，整个板块的业绩驱动力主要来源于碳纤维、石英纤维、钛合金等高端航空材料，受益于航空装备列装加速，对航空材料的需求将保持旺盛。

图表12：材料板块向好的逻辑同样受益于航空装备列装(亿元)

公司	19H1 营收	18H1 营收	增幅 (%)	19H1 归母净利润	18H1 归母净利润	增幅 (%)
菲利华	3.75	3.29	13.95%	0.95	0.79	19.72%
安泰科技	24.83	25.63	-3.12%	0.73	-0.10	扭亏
西部材料	8.91	7.71	15.63%	0.26	0.23	10.96%
楚江新材	69.72	64.42	8.24%	2.21	2.13	3.67%
三力士	4.80	4.17	15.18%	0.71	0.66	7.31%
久立特材	20.99	19.49	7.69%	2.11	1.32	59.32%
通达股份	9.36	8.98	4.23%	0.56	0.13	321.97%
银邦股份	9.00	9.73	-7.49%	-0.36	0.14	-353.72%
新劲刚	0.82	1.12	-26.50%	-0.06	0.08	-182.57%
乐凯胶片	8.85	9.50	-6.85%	0.10	0.26	-60.32%
宝钛股份	19.65	15.80	24.42%	1.11	0.34	225.00%
火炬电子	10.61	9.41	12.70%	2.13	1.76	21.22%
万泽股份	2.56	0.10	2380.91%	0.35	0.23	53.10%
*ST 鹏起	8.14	10.59	-23.06%	-0.65	1.57	-141.50%
光威复材	8.36	6.51	28.51%	3.10	2.14	44.73%
综述	210.37	196.44	7.09%	13.24	11.69	13.20%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

信息化板块分化，红外、元器件、通信等行业龙头业绩突出。2019年上半年，军工信息化子行业实现营业收入388.24亿元，同比下降3.19%；实现归母净利润26.74亿元，同比下降5.64%。但从细分行业看，也不乏亮点，红外行业几个龙头公司业绩都延续高增长，高德红外实现归母净利润（1.49亿元，+45.48%）、大立科技归母净利润（0.59亿元，+181.68%）、久之洋归母净利润（0.29亿元，+34.76%）。通信领域，龙头企业七一二归母净利润（0.68亿元，+26.97%）、海格通信归母净利润（2.23亿元，+18.98%）。被动元器件龙头振华科技、宏达电子都延续高成长，归母净利润增速分别为33.75%和39.66%。

图表13：信息化板块分化，红外、元器件、通信等行业龙头业绩突出(亿元)

公司	19H1 营收	18H1 营收	增幅 (%)	19H1 归母净利润	18H1 归母净利润	增幅 (%)
东土科技	3.15	3.68	-14.40%	1.47	0.31	369.16%
天和防务	3.55	0.82	335.37%	0.44	-0.52	扭亏
大立科技	2.47	1.54	60.62%	0.59	0.21	181.68%
东华测试	0.61	0.51	19.74%	0.02	0.01	102.01%
高德红外	6.66	3.31	101.26%	1.49	1.03	45.48%
亚光科技	6.45	5.72	12.64%	0.75	0.52	44.41%
宏达电子	4.03	3.09	30.19%	1.81	1.29	39.66%
久之洋	2.56	1.95	31.29%	0.29	0.22	34.76%
振华科技	21.73	30.22	-28.08%	2.19	1.64	33.75%
航天发展	14.92	10.00	49.20%	2.23	1.68	32.77%
新雷能	3.62	2.00	81.33%	0.28	0.21	32.17%
银河电子	6.00	7.20	-16.64%	0.95	0.74	28.91%
七一二	7.23	6.15	17.69%	0.68	0.53	26.97%
景嘉微	2.57	1.91	34.54%	0.77	0.62	23.33%
光力科技	1.13	1.04	9.12%	0.24	0.19	22.60%
海格通信	19.76	18.27	8.14%	2.23	1.87	18.98%
通光线缆	6.89	8.15	-15.43%	0.28	0.24	17.96%
红相股份	6.58	6.29	4.58%	1.42	1.21	17.39%
苏试试验	3.19	2.60	22.58%	0.35	0.30	17.19%
凯乐科技	83.30	80.62	3.32%	6.66	6.15	8.25%
中光防雷	1.88	1.71	10.38%	0.24	0.22	7.60%
天奥电子	3.31	3.23	2.20%	0.29	0.27	7.39%
杰赛科技	23.86	22.22	7.39%	0.41	0.39	4.91%
海兰信	3.34	3.19	4.95%	0.62	0.60	4.82%
华测导航	4.61	4.26	8.26%	0.46	0.44	3.51%
康拓红外	1.07	0.98	9.07%	0.23	0.22	3.50%
天银机电	4.28	3.97	7.95%	0.77	0.75	3.41%
雷科防务	4.69	3.93	19.22%	0.69	0.68	1.61%
欧比特	3.99	3.76	6.13%	0.58	0.59	-1.67%
奥普光电	1.82	1.77	2.48%	0.20	0.21	-4.41%

泰豪科技	22.29	21.04	5.92%	1.10	1.15	-4.51%
国睿科技	4.62	4.56	1.48%	0.20	0.24	-16.33%
四创电子	9.98	11.74	-14.98%	-0.48	-0.37	-28.32%
特发信息	21.33	25.57	-16.56%	0.67	0.98	-31.31%
航锦科技	17.90	18.29	-2.11%	1.55	2.41	-35.88%
耐威科技	3.10	3.49	-11.11%	0.29	0.57	-48.25%
金信诺	13.04	13.69	-4.77%	0.31	0.91	-66.53%
振芯科技	1.90	1.81	4.83%	0.08	0.26	-71.30%
四川九洲	13.08	16.31	-19.78%	0.04	0.14	-73.71%
星网宇达	1.31	1.75	-24.89%	0.02	0.12	-85.39%
烽火电子	4.67	4.69	-0.30%	0.03	0.20	-86.56%
金盾股份	1.79	2.66	-32.62%	0.01	0.45	-97.57%
合众思壮	6.74	24.08	-72.01%	-0.33	1.80	-118.31%
精准信息	0.95	1.14	-17.31%	-0.08	0.22	-136.08%
广哈通信	0.65	0.93	-30.34%	-0.13	0.22	-158.69%
北斗星通	13.28	14.80	-10.25%	-0.43	0.48	-190.09%
华讯方舟	4.35	11.78	-63.04%	-0.74	0.51	-244.79%
综述	400.25	422.39	-5.24%	31.73	33.11	-4.15%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

盈利拐点未至，船舶板块仍处下行周期。2019年上半年，船舶板块实现营业收入574.54亿元，同比增长3.80%；归母净利润24.68亿元，同比增长35.48%。主要是由于中船防务本期获得8.13亿（搬迁补偿净收益12.48亿元）的非经常性损益，以及中国重工处置资产的11.19亿的非经常性损益。剔除两公司影响后，板块整体归母净利润增速为-26.71%，行业仍处于下行周期，盈利拐点仍需等待。

图表14：盈利拐点未至，船舶板块仍处下行周期(亿元)

公司	19H1 营收	18H1 营收	增幅 (%)	19H1 归母净利润	18H1 归母净利润	增幅 (%)
中国应急	13.81	11.17	23.66%	1.24	1.11	12.05%
江龙船艇	1.97	1.67	17.94%	0.09	0.07	15.63%
中船科技	12.19	14.47	-15.72%	0.71	0.08	763.06%
中国船舶	97.73	76.38	27.95%	0.45	2.03	-77.79%
亚星锚链	5.68	4.57	24.23%	0.44	-0.07	扭亏
中国重工	168.86	194.19	-13.04%	11.49	9.53	20.62%
中国动力	149.89	119.68	25.24%	5.27	6.17	-14.52%
瑞特股份	2.10	2.10	-0.29%	0.33	0.58	-42.93%
宝鼎科技	1.57	1.39	12.96%	0.51	0.23	124.71%
天海防务	3.49	5.89	-40.86%	-0.43	0.42	-202.36%
中船防务	78.16	82.20	-4.91%	3.91	-2.95	-232.47%
天沃科技	39.09	39.80	-1.78%	0.68	1.03	-33.75%
综述	574.54	553.51	3.80%	24.68	18.22	35.48%

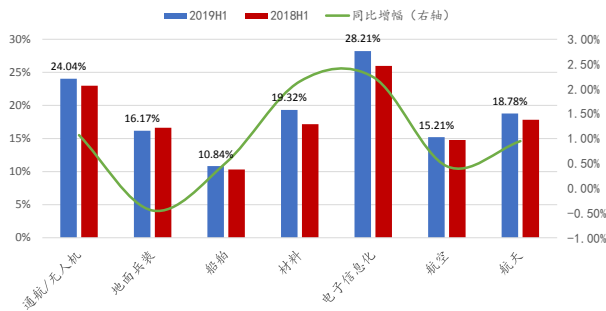
注：由于湘电股份亏损较大，本次未纳入样本考虑

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

其余子版块中，地面兵装板块稳健增长，行业增速和内蒙一机增速大致相符，皆保持10%以上的稳健增长，成分股中光学和光电股份表现较好，利润增速分别为146%和23%。通航无人机子行业增速下滑，较去年仅有2.73%的利润增速。航天子行业，剔除航天通信后，行业整体利润同比下降9%，收入增长也仅为个位数，其中核心配套企业航天电器、航天动力表现名列前茅，利润增速分别同比增长19%和14%。

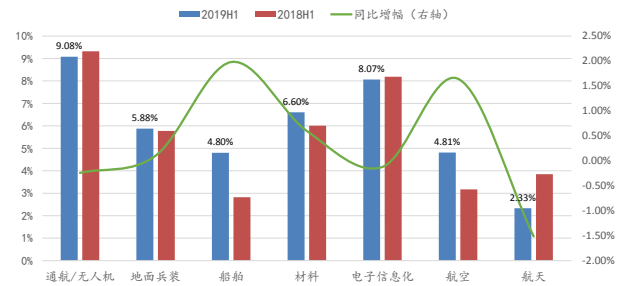
从利润率角度来看，材料、电子信息化板块毛利率改善最大，分别为2.15 pct和2.24 pct；船舶、航空板块净利润率增幅最大，分别为1.98 pct和1.64 pct；航天板块净利润率下降最大，同比减少1.51 pct。

图表15：电子信息化、通航无人机毛利率最高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表16：船舶、航空板块净利润率改善最为明显



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表17：费用率变动情况

子行业	期间费用 (%)			管理费用			销售费用			财务费用		
	2019H1	2018H1	同比	2019H1	2018H1	同比	2019H1	2018H1	同比	2019H1	2018H1	同比
通航无人机	11.39%	12.39%	↓-1.00%	5.24%	7.43%	↓-2.19%	4.61%	3.74%	↑0.87%	1.54%	1.22%	↑0.32%
地面兵装	5.60%	9.60%	↓-4.00%	5.36%	8.80%	↓-3.44%	1.59%	1.49%	↑0.10%	-1.34%	-0.68%	↓-0.67%
船舶	6.57%	7.63%	↓-1.05%	5.55%	6.84%	↓-1.29%	1.20%	1.06%	↑0.15%	-0.18%	-0.27%	↑0.09%
材料	8.69%	10.29%	↓-1.60%	4.32%	7.01%	↓-2.69%	2.89%	2.20%	↑0.68%	1.49%	1.08%	↑0.41%
电子信息化	13.25%	17.05%	↓-3.80%	7.03%	11.41%	↓-4.38%	4.45%	3.72%	↑0.72%	1.77%	1.92%	↓-0.14%
航空	7.81%	10.25%	↓-2.44%	5.25%	7.56%	↓-2.31%	1.40%	1.53%	↓-0.13%	1.16%	1.16%	↓0.00%
航天	11.55%	12.91%	↓-1.36%	7.51%	9.86%	↓-2.35%	2.86%	2.37%	↑0.50%	1.18%	0.68%	↑0.50%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

通航无人机、材料板块现金流大幅改善，船舶板块加速去库存。通航无人机板块经营性现金流转正，由18H1的-4.4亿改善到19H1的5.54亿元，行业回款能力增强；材料板块由18H1的-3.85改善至8.48亿元，板块中光威复材由于部分应收款通过“保理”变现，现金流净额同比去年增加4亿，同比增长496%。船舶板块存货同比减少31.40%，应收款项增加26.46%，表明船舶企业正加速去库存，预收款项同比减少34.95%表明下游需求并未有明显增长趋势。地面兵装存货同比增26.41%，同时应收账款也在增多，说明行业景气度正逐渐提升，交付情况向好。航空预收账款大幅减少56.37%说明交付加速，预收款项

确认为收入。

图表18：通航无人机、电子信息化板块现金流情况较好，地面兵装下游需求旺盛

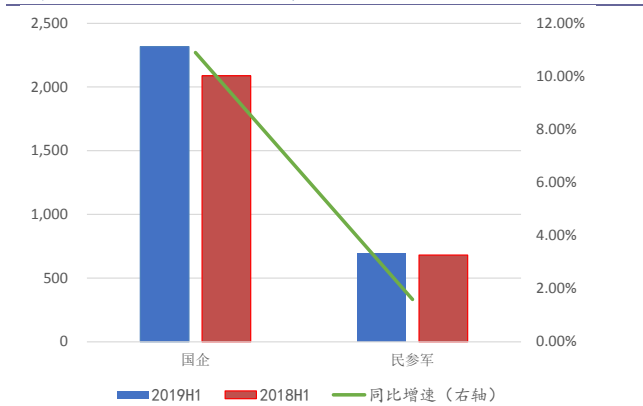
2019H1 同比变化	存货	预收账款	应收账款和票据	经营性现金流净额
通航/无人机	14.74%	-3.16%	2.14%	大幅改善
地面兵装	26.41%	2.75%	12.06%	-104.96%
船舶	-31.40%	-34.95%	26.46%	大幅恶化
材料	-2.17%	-7.58%	10.12%	大幅改善
电子信息化	5.70%	-1.17%	10.12%	改善
航空	5.97%	-56.37%	16.65%	恶化
航天	8.90%	-14.36%	8.62%	小幅改善

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）国企盈利能力提升，航空主机厂业绩明显释放

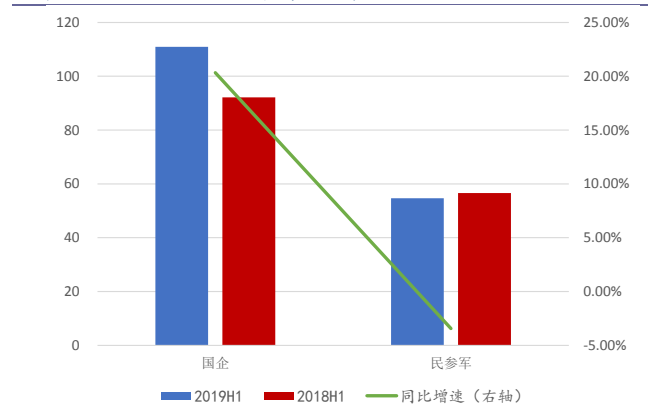
军工国企盈利能力强于民参军。19H1，军工国企营收达到2316.23亿元，同比增长10.90%；归母净利润110.89亿元，同比增长20.33%。民参军企业实现收入690.78亿元，同比增长1.59%；归母净利润54.66亿元，同比降低3.44%。

图表19：2019H1 营收情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

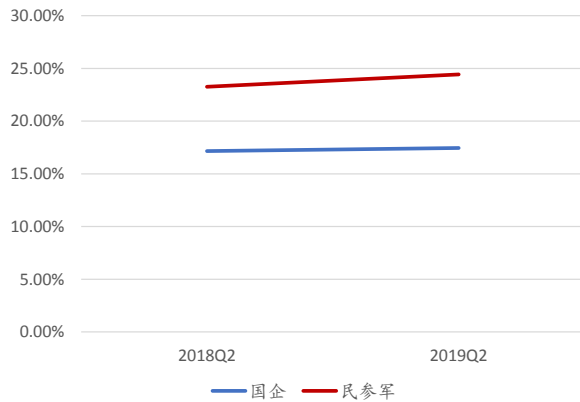
图表20：2019H1 归母净利润情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

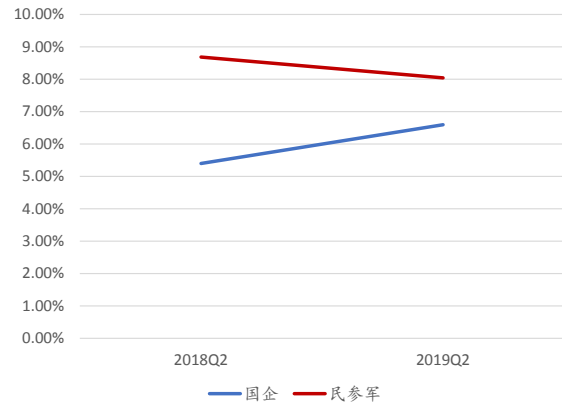
国企净利率提升明显，同比增加1.2个百分点。2019H1，军工国企和民参军企业毛利率同比都有提升，分别增长0.29 pct和1.16 pct。但从净利率来看，国企净利率提升1.20 Pct，民参军企业净利率略有下降，同比下降0.64Pct，二者差距收窄，民参军企业净利率仍高出军工国企1.45Pct。

图表21：民参军毛利率提升优于国企



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表22：国企净利率提升1.2个百分点



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

航空主机厂业绩明显释放，利润增幅显著。从主机厂业绩来看，6家主机厂19H1归母净利润15.08亿元，同比大幅增长44.66%，净利润率为3.17%，同比增长0.59个百分点，主机厂的盈利能力改善明显。净利润增幅较大的主机厂都集中在航空行业，中直股份归母净利润增长35.50%，中航飞机归母净利润增长38.50%，中航飞机归母净利润增长331.68%，三家主机厂上半年利润增速超预期，主要由于核心装备进入列装期，公司销量大幅提升。

图表23：航空主机厂业绩明显释放，利润增幅显著（亿元）

简称	分类	2019H1 营收	增幅 (%)	19H1 归母净利润	增幅 (%)
中直股份	航空	69.00	28.75%	2.41	35.50%
洪都航空	航空	9.06	102.00%	-0.45	-3.10%
航发动力	航空	88.24	6.15%	3.23	-10.29%
中航飞机	航空	146.88	10.67%	2.24	38.50%
内蒙一机	地面兵装	53.15	4.57%	3.34	15.66%
中航沈飞	航空	112.85	80.35%	4.31	331.68%
综述		479.18	23.72%	15.08	44.66%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（三）重点覆盖标的业绩处于板块前列

重点推荐标的业绩增长远超行业平均水平。从我们重点覆盖的16家公司的业绩情况来看，2019年上半年，板块营收增速和归母净利润增速分别为21.05%和29.78%，指标增速远超行业平均水平。

图表24：重点推荐标的业绩处于板块前列

简称	19 H1 营收	18 H1 营收	增幅 (%)	19 H1 归母净利润	18 H1 归母净利润	增幅 (%)
中航飞机	146.88	132.72	10.67%	2.24	1.62	38.05%
中航沈飞	112.85	62.57	80.35%	4.31	1.00	331.68%
中直股份	69.00	53.59	28.75%	2.41	1.78	35.50%
振华科技	21.73	30.22	-28.08%	2.19	1.64	33.75%
内蒙一机	53.15	50.82	4.57%	3.34	2.89	15.66%
中航光电	45.97	35.85	28.23%	5.73	4.65	23.13%
中航机电	53.39	54.50	-2.02%	3.25	2.89	12.39%
中航电子	34.31	29.73	15.41%	1.70	1.48	14.42%
菲利华	3.75	3.29	13.95%	0.95	0.79	19.72%
海格通信	19.76	18.27	8.14%	2.23	1.87	18.98%
苏试试验	3.19	2.60	22.58%	0.35	0.30	17.19%
航锦科技	17.90	18.29	-2.11%	1.55	2.41	-35.88%
七一二	7.23	6.15	17.69%	0.68	0.53	26.97%
光威复材	8.36	6.51	28.51%	3.10	2.14	44.73%
中国核建	291.13	228.54	27.39%	4.26	3.35	27.33%
欧比特	3.99	3.76	6.13%	0.58	0.59	-1.67%
综述	892.60	737.41	21.05%	38.86	29.95	29.78%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

风险提示：国防军费预算下行；军品采购订单不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。