

军工行业 2019 中期业绩总结： 上半年行业整体延续增长态势， 但 Q2 业绩增速有所放缓

核心观点：

1. 我们的观点

（一）利润稳步增长，毛利率开始企稳回升

2019H1 军工板块整体实现营业收入 1600.10 亿元，同比增长 9.94%，实现归母净利润 88.15 亿，同比增长 10.29%，利润增长与收入增长基本一致；Q2 单季营收 906.98 亿元，同比增长 6.10%，增速下滑 11.34pct，单季归母净利润 59.58 亿，同比增长 1.91%，Q2 单季业绩增速同比下滑 29.71pct。我们认为行业延续增长原因主要有两方面：首先，短期看军队改革的影响正逐步消退，补偿性订单增长叠加十三五末军费执行力度加大带动行业订单较快增长，但单季来看，增速正在放缓；其次，中长期来看我国军事装备的补偿性发展和快速升级换代。

（二）预收账款增速下降幅度扩大，行业补偿性订单增速或边际降低

资产项下，应收账款同比大幅增长 20.62%，增速显著高于收入增速，应收账款周转率下滑 0.12pct，表明行业回款能力有所下降，但未来随着军队改革影响逐渐消退，应收账款周转率指标将有所改善。存货余额数据同比小幅增长 9.94%，增速同比回落 6.2pct。我们认为在行业订单补偿性增长的背景下，行业主动补库存意愿依然较强，但边际有所减弱。

负债项下，预收账款增速自 2018Q4 开始由正转负，2019H1 下降幅度明显扩大，同比下滑 30.46%，反映军工板块接单情况趋弱，进一步验证了行业补偿性订单增速边际降低的观点。此外，由于可转债等金融工具的使用，军工板块金融负债规模增速明显降低，同比仅增长 1.28%。

（三）航空子板块景气度持续向好，航发和兵工存改善迹象。

航空板块 2019H1 收入和利润增速分别位于六大细分板块的第二和第一名，景气度持续向好。航发板块存货和预收款均呈现 20% 以上的较快增长，兵工板块存货同比增长 22.16%，我们认为在主机装备供不应求的大背景下，存货和预收账款的较快增长预示着收入增速或将缓慢抬升。

2. 投资建议

受建国 70 周年事件催化，中证军工指数 Q3 最高累计上涨约 19%，估值风险有所增加。短期来看，军工板块有消化估值风险的压力，板块或呈现震荡调整格局；中长期来看，板块估值水平仍处于历史底部区域，叠加行业景气度依然向好，投资机会或逐步凸显，建议逢低加仓。推荐估值和成长兼备的钢研高纳（300034.SZ）、航天发展（000547.SZ）、中航光电（002179.SZ）、菲利华（300395.SZ）和内蒙一机（600967.SH）等。

风险提示：军队改革进程不达预期的风险。

军工行业

推荐 维持评级

分析师

李良

☎：010-66568330

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515090001

相关研究

提示:

1、研究样本选取情况。首先，民营企业商誉减值计提大多发生在 2018 年末，因此 2018 年中报数据依然可以反映民参军细分行业基本面的变化；其次，民船行业不景气，船舶总装厂业绩波动较大，可比性较差，因此剔除船舶总装厂，我们选取 92 家军工央企、地方军工国企和民营涉军上市公司作为本次分析样本。2、选取财务三张表中的关键科目进行比对分析。3、对包括同一控制下资产重组在内的上市公司财务报表可比统计数据进行调整。

一、2019H1 军工行业基本面持续改善，但增速放缓迹象显现

将 92 家军工集团央企上市公司视为整体，表征军工板块。不考虑关联交易，通过各科目简单加总得到军工板块的利润表、资产负债表和现金流量表，并进行比较分析。

（一）利润表简析：利润稳步增长，毛利率开始企稳回升

分析利润表中各科目，2019H1 军工板块整体实现营业收入 1600.10 亿元，同比增长 9.94%，实现归母净利 88.15 亿，同比增长 10.29%，利润增长与收入增长基本一致；Q2 单季营收 906.98 亿元，同比增长 6.10%，增速下滑 11.34pct，单季归母净利 59.58 亿，同比增长 1.91%，Q2 单季业绩增速同比下滑 29.71pct。

我们认为行业延续增长原因主要有两方面：首先，短期看军队改革的影响正逐步消退，补偿性订单增长叠加十三五末军费执行力度加大带动行业订单较快增长，但单季来看，增速正在放缓；其次，中长期来看我国军事装备的补偿性发展和快速升级换代。

表 1 军工板块利润表

科目(单位: 亿元)	2019H1	2018H1	同比	2019Q2	2018Q2	同比
一、营业总收入	1600.01	1455.41	9.94%	906.98	854.83	6.10%
二、营业总成本						
其中: 营业成本	1282.38	1168.55	9.74%	722.98	686.82	5.27%
毛利率	19.86%	19.71%	0.15%	20.29%	19.65%	0.63%
毛利	317.76	286.86	10.77%	184.00	168.01	9.52%
销售费用	37.18	33.29	11.69%	19.08	16.93	12.74%
销售费用率	2.32%	2.29%	0.03%	2.10%	1.98%	0.12%
管理费用	100.14	94.15	6.36%	50.94	39.97	27.46%
管理费用率	6.26%	6.47%	-0.21%	5.62%	4.68%	0.94%
研发费用	61.28	49.48	23.85%	34.71	27.04	28.37%
研发费用率	3.83%	3.40%	0.43%	3.83%	3.16%	0.66%
财务费用	14.92	12.33	21.04%	5.75	4.63	24.24%
财务费用率	0.93%	0.85%	0.09%	0.63%	0.54%	0.09%
期间费用	213.52	189.25	12.83%	110.48	88.56	24.76%
期间费用率	13.35%	13.00%	0.34%	12.18%	10.36%	1.82%
三、营业利润	104.48	98.82	5.73%	68.34	71.33	-4.19%
四、净利润	90.88	83.43	8.93%	61.54	61.22	0.52%
净利润率	5.68%	5.73%	-0.05%	6.79%	7.16%	-0.38%

归母净利润	88.15	79.92	10.29%	59.58	58.46	1.91%
扣非归母净利	70.54	61.79	14.16%	51.23	47.07	8.84%

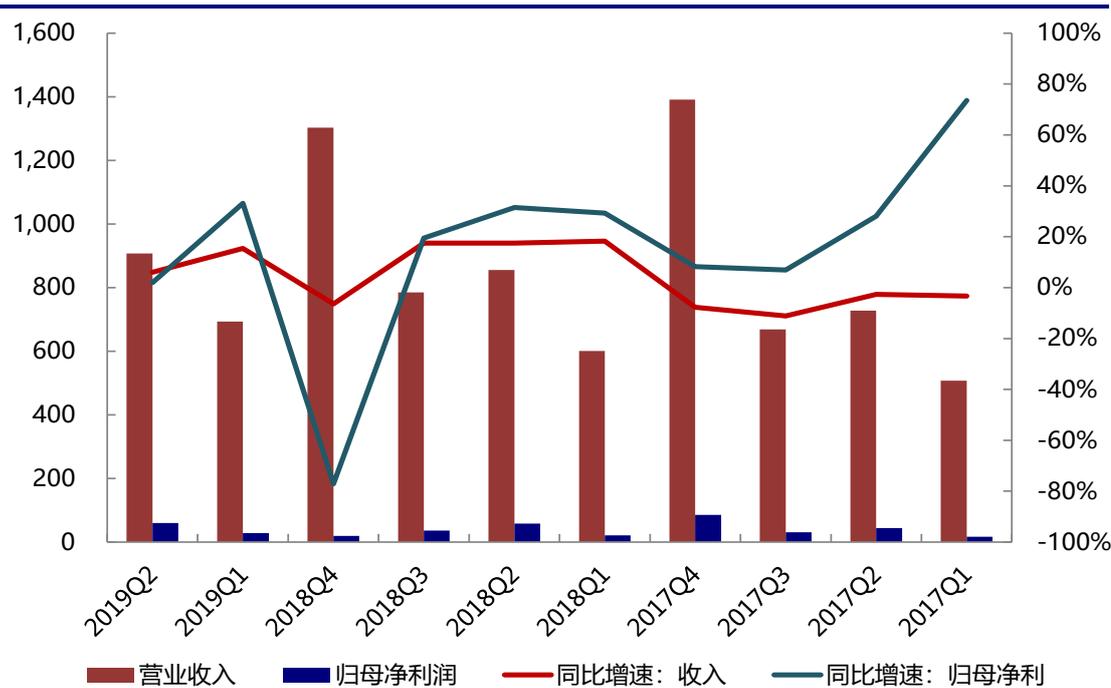
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从盈利能力角度看, 板块盈利能力略有下滑

军工板块 2019H1 净利润率 5.68%, 同比下滑 0.05pct, 直接原因是 Q2 净利润率下滑 0.38pct, 扭转了 Q1 的正增长态势。虽然板块净利润率略有下滑, 但毛利率水平整体出现回升。军工板块 Q1 毛利率约为 19.29%, 同比下滑 0.5pct, Q2 毛利率约为 20.29%, 同比上升 0.63pct, 整体来看, 板块上半年毛利率水平回升 0.15pct。

之所以出现净利率和毛利率反方向变化, 我们认为主要原因是 Q2 期间费用大幅高企, 同比增长 24.76%, 而 Q1 同比仅增长 2.34%。而板块 Q2 毛利率企稳回升扭转了过去 5 个季度的同比下滑态势, 我们认为该趋势主要与原材料端价格上升趋缓和收入端军品审价影响边际减小有关, 趋势可持续性仍待观察。

图 12017 年至今单季度军工板块经营情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从成长能力角度看, 板块仍维持较快成长性

2019H1 归母净利润增长 10.29%, 扣非归母净利润增长 14.16%, 基本符合我们一季度的预期。分季度来看, 受益于期间费用率下滑和非经常项目贡献, Q1 归母净利润大幅增长 33.12%, 但 Q2 费用高企压低业绩增速, 归母净利润增速回落至 1.91%。

我们预计前三季度军工行业收入仍将维持 10% 左右的增长, 考虑到毛利率开始企稳, 预计板块归母净利润增速将有所提升, 约为 15%-20%。

（二）资产负债表简析：预收账款增速下降幅度扩大，行业补偿性订单增速边际降低

分析资产负债表中各科目，2019H1 军工板块总资产为 7036.56 亿元，总负债为 3270.89 亿元，资产负债率 46.48%，基本持平，资本结构变化不大。

资产项下，应收账款分别为 1671.40 亿，同比大幅增长 20.62%，增速显著高于收入增速，应收账款周转率下滑 0.12pct，表明行业回款能力有所下降，但未来随着军队改革影响逐渐消退，应收账款周转率指标将有所改善。存货余额数据同比小幅增长 9.94%，增速同比回落 6.2pct。我们认为在行业订单补偿性增长的背景下，行业主动补库存意愿依然较强，但边际有所减弱。

负债项下，预收账款增速自 2018Q4 开始由正转负，2018Q4 增速为-12.15%，2019Q1 增速为-16.33%。2019H1 下降幅度明显扩大，同比下滑 30.46%，反映军工板块接单情况趋弱，进一步验证了行业补偿性订单增速边际降低的观点。此外，由于可转债等金融工具的使用，军工板块金融负债规模增速明显降低，同比仅增长 1.28%。

军工板块杜邦拆解分析

军工板块整体盈利能力小幅下滑，2019H1 军工板块净资产收益率为 2.50%，同比分别降低 0.07pct。通过杜邦分析，细分项中总资产周转率和权益乘数同比基本持平，净利润率下滑成为 ROE 下降的主要因素。

表 2 军工板块资产负债表

科目(单位: 亿元)	2019H1	2018H1	同比	2019Q1	2018Q1	同比
一、资产总计	7,036.56	6,549.85	7.43%	6,999.90	6,350.53	10.23%
总资产周转率	0.24	0.24		0.10	0.10	
流动资产						
货币资金	846.23	938.96	-9.88%	991.16	1,008.77	-1.75%
应收票据	275.25	254.34	8.22%	304.45	300.71	1.24%
应收账款	1,671.40	1,385.70	20.62%	1,492.51	1,199.57	24.42%
应收账款周转率	1.05	1.17		0.51	0.56	
存货	1,531.00	1,392.53	9.94%	1,458.65	1,324.74	10.11%
存货周转率	0.88	0.90		0.40	0.39	
非流动资产						
固定资产净值	1,054.74	995.00	6.00%	722.32	962.51	-24.96%
在建工程	302.34	277.23	0.09	266.08	267.05	-0.37%
商誉	265.85	288.33	-0.08	263.98	285.01	-7.38%
二、负债总计	3,270.89	3,068.20	6.61%	3,270.86	2,950.88	10.84%
资产负债率	0.46	0.47		0.47	0.46	
流动负债						
短期借款	619.38	616.06	0.54%	598.97	577.03	3.80%
应付票据及应付账款	1613.74	1410.02	14.45%	1572.49	1337.09	17.60%
预收账款	212.66	305.81	-30.46%	294.05	351.43	-16.33%
非流动负债						

长期借款	188.38	181.51	3.78%	173.34	165.17	4.94%
三、股东权益	3,765.67	3,481.65	8.16%	3,729.04	3,399.65	9.69%
权益乘数	1.87	1.88		1.88	1.87	
净资产收益率	2.50%	2.57%		0.82%	0.71%	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 现金流量表简析: 营运能力下降, 经营活动现金流减少

分析现金流量表中主要科目, 2019H1 军工板块经营活动现金流大幅下滑 33.05%, 主要源于板块营运能力下滑, 应收账款与存货周转率分别同比下滑 0.12pct 和 0.02pct。我们认为应收账款高企与军队改革的大背景息息相关, 未来有望逐步改善。

表 3 军工板块现金流量表

科目 (单位: 亿元)	2019H1	2018H1	同比	2019Q2	2018Q2	同比
经营活动产生的现金流量净额	-203.33	-152.83	-33.05%	-101.82	-49.24	-106.79%
投资活动产生的现金流量净额	-99.00	-106.75	7.26%	-23.40	-59.68	60.80%
筹资活动产生的现金流量净额	-16.60	51.34	-132.33%	3.31	40.82	-91.89%
企业自由现金流	-280.37	-253.41	-10.64%	-69.71	-81.88	14.87%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、航空子板块景气度持续向好, 航发和兵工存改善迹象

提示: 1、研究样本选取情况。聚焦于军工集团, 将军工板块分为航空板块 (11 家)、航发板块 (3 家)、航天科技板块 (5 家)、航天科工板块 (3 家)、中电科板块 (5 家) 以及兵器工业板块 (4 家) 六个细分板块, 并根据涉军程度选取各版块上市公司, 详细见附录; 3、通过整体法对六个细分板块进行分析。

前瞻分析: 存货和预收账款

存货的增加包括主动增加存货和被动增加存货两种情况, 我们认为军工行业未来若干年仍将处于景气向上的周期阶段。随着市场需求的逐步释放, 军工行业存货增加大概率属于行业主体的主动备货行为, 而预收账款的增加则直接反映了行业下游客户的需求强度, 两者均有望转化为未来的营收增长。

从存货来看, 除航天科工板块外, 其余板块 2019H1 存货均呈现较快增长态势, 兵器工业板块存货增速达 22.16%, 增长尤其明显。航空板块由于“压两金”考核制度, 导致存货增速较低。

从预收账款来看, 仅有航发和中电科板块分别实现 24.83% 和 32.27% 的较快增长, 预示着两个细分板块的未来收入增速或将缓慢抬升。其余板块除兵器工业板块微增外, 悉数下滑, 其中航空板块和航天科工板块分别大幅下降 69.25% 和 58.59%, 叠加存货增长数据欠佳, 未来收入增长现隐忧。

表 5 军工集团六大细分板块存货和预收账款情况

	2019H1				2019Q1			
	存货	HOH	预收账款	HOH	存货	QOQ	预收账款	QOQ
航空板块	593.15	3.02%	42.14	-69.25%	574.11	4.65%	96.59	-43.27%
航发板块	223.74	19.66%	22.23	24.83%	208.43	15.22%	19.99	17.51%
航天科技板块	132.91	17.14%	15.89	-2.95%	122.10	6.53%	20.36	13.31%
航天科工板块	36.35	-16.42%	4.31	-58.59%	33.99	-9.24%	5.00	-61.65%
中电科板块	48.04	1.10%	8.23	32.27%	44.76	16.92%	9.13	48.31%
兵器工业板块	63.12	22.16%	59.00	0.29%	51.45	8.04%	74.71	29.04%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

同步分析: 收入和利润端

从收入端来看, 2019H1 六大细分板块收入均实现正增长, 其中航空和航天科工两板块位列前二, 收入增长分别为 22.81%和 39.69%。2019Q2 各版块收入增速差异较大, 前两名依旧是航空和航天科工板块, 分别增长 15.42%和 41.44%。其中, 航空板块的高增长除了行业的自然增速外, 均衡生产的推行贡献较大, 但 Q2 单季的收入增速现下滑态势。

从利润端来看, 2019H1 航空和航天科技板块盈利能力较强, 归母净利增长分别达 38.52%和 47.58%。航发板块盈利能力较弱, 归母净利增速为-1.10%。2019Q2 单季来看, 同比增速前两名虽然依旧是航空和航天科技板块, 但所有版块单季业绩增速均低于上半年增速, 反映 Q2 行业盈利能力有所下滑, 其中, 航发和兵器工业板块单季业绩甚至出现了负增长。我们认为军工板块 Q2 净利润的整体回落反映了军工行业因军改带来的补偿性增长逻辑在边际弱化, 并需要 Q3 的业绩表现来进一步验证。

表 4 军工集团六大细分板块收入和利润情况

	2019H1				2019Q2			
	营收	HOH	归母净利	HOH	营收	QOQ	归母净利	QOQ
航空板块	533.27	22.81%	24.46	47.58%	305.94	15.42%	18.22	32.23%
航发板块	113.26	7.99%	4.75	-1.10%	68.87	1.62%	4.27	-13.11%
航天科技板块	144.29	1.39%	3.75	38.52%	81.21	0.70%	3.53	34.03%
航天科工板块	41.24	39.69%	6.29	8.93%	22.99	41.44%	3.47	6.28%
中电科板块	47.89	0.32%	-0.40	-0.74%	29.69	-5.73%	0.70	-2.39%
兵器工业板块	87.07	2.14%	5.26	9.11%	56.07	4.72%	3.16	-8.11%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

附录

军工集团六大细分板块

航空板块	航发板块	航天科技板块	航天科工板块	中电科板块	兵器工业板块
洪都航空	航发动力	航天电子	航天电器	国睿科技	内蒙一机
中航飞机	航发动控	航天动力	航天发展	四创电子	北方导航
中直股份	航发科技	航天机电	锐科激光	卫士通	光电股份
中航电子		中国卫星		杰赛科技	中兵红箭
中航光电		航天彩虹		天奥电子	
中航机电					
中航重机					
中航电测					
贵航股份					
中航沈飞					
中航高科					

资料来源：中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

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

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

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

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

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

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

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

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

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

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

覆盖股票范围：

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

免责声明

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

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

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

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

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

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

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

机构请致电：

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