

# 国防军工

## 上下游两端持续放量，关注分系统 2020 拐点

军工板块 19Q3 上市公司业绩披露完成。我们以中信国防军工指数为基准，增强指数后进行行业财报数据分析。

**总体口径：军工三季报整体增速增长 11.61%，其中民营企业增速首次高于国企**

增强指数的成分股三季报数据加总同比变化分析，整体军工板块收入增长 7.7%，归母净利润增长 11.61%，实现了稳定增长，但其中方差较大，部分细分行业实现明显增幅。按所有制来分析，国有企业收入增长 6.58%\归母净利润增长 10.13%，净利润率小幅提升；民营企业收入增长 16.27%\归母净利润增长 15.57%。这也是自 2018 年起，民营企业首次净利润增速超过国企。

我们认为，这主要因民营企业处于配套层级的靠后端，受益景气度改善存在滞后效果。此外原因之二，军工科技股民营企业数量占比较高，出现发力迹象，即在军民双领域——新材料、半导体元器件领域民参军企业从事数量较多、景气拐点较为明显。

从财务指标上看，民参军企业 Q3 存货出现显著增长，且增幅高于收入增速达到 23.61%，我们可以判断，民营企业的未来营收将呈现持续放大的趋势，其中预收账款增长 18.58%（也高于收入增幅）。

国营企业财务指标反映为稳定正向，我们更应关注国防大行业内部的结构性的增速区别。

### 细分行业分析：航空、地面兵装（导弹）呈现良好上升趋势

细分行业归类中，我们将原材料、半导体&电子器件两大上游领域企业进行单独归类，不参与本项分析。因为上游行业面对的是全部细分行业，无法进行上游企业的细分行业归属分类。分析结果：

航空：收入+11.08%\归母+17.88%；地面兵装（含地面/对地战术导弹武器）：收入+13.75%\归母+27.59%；航天与船舶均为同比下降。

航空与地面兵装（导弹）的景气度率先进入行业高景气周期，显示出良好增长力。船舶板块受民船拖累依然处于周期底部，航天板块存货与预收款增速较大或将于 2020 年出现改善。

### 产业链层级分析：上下游两端兑现年初高景气判断，2020 年关注分系统

上游指原材料\半导体&电子器件、下游指主机厂，上下游两端增速较大幅度优于行业平均。主机厂 Q3 归母净利润增速达 49%，考虑到调节交付影响，全年预计依然可以达到 20%\归母总和增速，上游企业无调节交付影响，增速显著，其中原材料企业因价格变动与需求旺盛归母上升 83.9%、芯片与元器件归母上升 24.31%。我们预计景气度将继续延续。

重点关注 2019 年较弱的（归母净利润 8.53%）中间层级配套，即分系统企业的拐点，其中关注，中航机电、四创电子、天奥电子。

**投资建议：关注中长期视角，目前军工处于中长期极佳关注时机，2020 年将进入景气度高位的五年计划结尾年，院所改制与证券化、产业订单或将放量出现。估值 9 月底调整至较低位置，19Q4 或为战略黄金关注时点。**

建议关注-稳定资产（主机-中航沈飞、中直股份）、高效资产（军工科技-航天电器/和而泰/光威复材/振华科技/中航光电/菲利华& 改制股-四创电子/中航机电/天奥电子）

**风险提示：军工改革低于预期、军工订单低于预期**

证券研究报告

2019 年 11 月 03 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

李鲁靖

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519050003

lilujing@tfzq.com

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517010004

zourunfang@tfzq.com

许利天

联系人

xulitian@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《国防军工-行业研究周报：“中国神船”正式成立，强调月初推荐的军工改革类机遇》 2019-10-27
- 《国防军工-行业研究周报：目前军工处中长期黄金坑，再次强调阅兵后反弹修复规律》 2019-10-12
- 《国防军工-行业投资策略：70 阅兵是未来步入现实的超预期，M 波动后望出现修复反弹》 2019-10-02

图 1：2019 年前三季度军工板块业绩情况概览（按国企/民参军分类）

类型	19Q3营收(亿元)	19Q3毛利(亿元)	19Q3归母(亿元)			
军工板块整体	2,528.35	449.03	128.72			
国企	2,213.43	339.67	92.51			
民参军	314.91	109.36	36.21			
类型	19Q3营收YoY	19Q3毛利率	19Q3归母YoY	19Q3净利率		
军工板块整体	7.70%	17.76%	11.61%	5.09%		
国企	6.58%	15.35%	10.13%	4.18%		
民参军	16.27%	34.73%	15.57%	11.50%		
类型	19Q3经现(亿元)	19Q3存货(亿元)	19Q3应收(亿元)	19Q3应付(亿元)	19Q3预收(亿元)	19Q3预付(亿元)
军工板块整体	-231.47	1,920.08	1,879.91	2,106.49	451.94	381.61
国企	-238.00	1,768.90	1,588.26	1,994.46	428.72	354.20
民参军	6.53	151.19	291.65	112.03	23.22	27.41
类型	19Q3经现YoY	19Q3存货YoY	19Q3应收YoY	19Q3应付YoY	19Q3预收YoY	19Q3预付YoY
军工板块整体	-84.74%	0.77%	13.80%	5.63%	6.14%	8.53%
国企	-110.76%	-0.80%	12.28%	5.35%	5.54%	10.13%
民参军	152.85%	23.61%	22.90%	10.87%	18.58%	-8.60%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2019 年前三季度军工板块业绩情况概览（按行业分类）

类型	19Q3营收(亿元)	19Q3毛利(亿元)	19Q3归母(亿元)			
航空	844.14	128.56	33.47			
航天	234.27	53.35	13.03			
地面兵装	162.54	30.80	10.73			
船舶	777.22	73.37	21.67			
信息化	177.05	49.75	7.89			
芯片与元器件	220.82	82.18	30.02			
原材料	112.31	31.01	11.92			
类型	19Q3营收YoY	19Q3毛利率	19Q3归母YoY	19Q3净利率		
航空	11.08% 	15.23%	17.88%	3.96%		
航天	0.70% 	22.77%	-9.74%	5.56%		
地面兵装	13.75% 	18.95%	27.59%	6.60%		
船舶	3.72% 	9.44%	-9.12%	2.79%		
信息化	0.11% 	28.10%	-18.02%	4.46%		
芯片与元器件	12.05% 	37.21%	24.31%	13.59%		
原材料	26.47% 	27.61%	83.90%	10.61%		
类型	19Q3经现(亿元)	19Q3存货(亿元)	19Q3应收(亿元)	19Q3应付(亿元)	19Q3预收(亿元)	19Q3预付(亿元)
航空	-98.42	874.69	668.11	922.34	112.64	59.56
航天	-2.93	152.89	221.27	174.56	42.54	31.92
地面兵装	-2.12	92.30	92.31	101.77	71.69	24.36
船舶	-96.92	534.58	360.59	628.14	186.65	230.75
信息化	-37.85	106.75	219.11	132.11	19.03	18.95
芯片与元器件	-1.94	84.65	232.90	96.84	3.14	10.88
原材料	8.71	74.23	85.64	50.74	16.25	5.18
类型	19Q3经现YoY	19Q3存货YoY	19Q3应收YoY	19Q3应付YoY	19Q3预收YoY	19Q3预付YoY
航空	-6.13%	15.08%	14.18%	21.27%	8.51%	-0.88%
航天	84.97%	24.84%	9.67%	29.58%	119.87%	12.70%
地面兵装	-111.44%	11.06%	17.79%	17.94%	21.39%	39.50%
船舶	-689.78%	-23.69%	9.06%	-16.84%	-11.95%	11.46%
信息化	-5.19%	6.65%	17.11%	8.21%	8.79%	-20.74%
芯片与元器件	71.02%	15.63%	14.89%	1.46%	-39.59%	12.46%
原材料	265.02%	12.51%	29.34%	27.48%	82.63%	1.45%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2019 年前三季度军工板块业绩情况概览（按行业上中下游分类）

类型	19Q3营收(亿元)	19Q3毛利(亿元)	19Q3归母(亿元)			
上游：芯片与元器件	220.82	82.18	30.02			
原材料	112.31	31.01	11.92			
分系统	397.74	94.09	20.69			
主机厂	536.33	45.64	17.89			
类型	19Q3营收YoY	19Q3毛利率	19Q3归母YoY	19Q3净利率		
上游：芯片与元器件	12.05% 	37.21%	24.31%	13.59%		
原材料	26.47% 	27.61%	83.90%	10.61%		
分系统	4.61% 	23.66%	8.53%	5.20%		
主机厂	13.28% 	8.51%	49.00%	3.34%		
类型	19Q3经现(亿元)	19Q3存货(亿元)	19Q3应收(亿元)	19Q3应付(亿元)	19Q3预收(亿元)	19Q3预付(亿元)
上游：芯片与元器件	-1.94	84.65	232.90	96.84	3.14	10.88
原材料	8.71	74.23	85.64	50.74	16.25	5.18
分系统	-60.10	299.14	507.47	378.79	33.49	45.07
主机厂	473.45	434.31	12.01	-26.21	438.89	208.60
类型	19Q3经现YoY	19Q3存货YoY	19Q3应收YoY	19Q3应付YoY	19Q3预收YoY	19Q3预付YoY
上游：芯片与元器件	71.02%	15.63%	14.89%	1.46%	-39.59%	12.46%
原材料	265.02%	12.51%	29.34%	27.48%	82.63%	1.45%
分系统	16.77%	15.57%	12.38%	18.46%	18.34%	10.44%
主机厂	1906.60%	-1.04%	-94.24%	-105.53%	240.83%	333.49%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com