

国防军工行业 2019 三季度报综述： Q3 行业增速转负，细分板块盈利增速 有所分化

核心观点：

1. 我们的观点

（一）Q3 营收和净利增速延续了 Q2 的下滑态势

2019 前三季度军工板块营收和归母净利分别同比增长 5.90% 和 6.19%，低于预期。分季度来看，Q1、Q2 和 Q3 收入增速分别为 15.54%、6.15% 和 -1.56%，表现为逐季走低，而归母净利增速分别为 34.55%、2.35% 和 -2.81%，增速与收入表现基本一致，短期行业景气度有所回落。我们认为板块之所以会出现收入和利润增速逐季双下滑的局面，直接原因是去年高基数的经营数据，但根本原因可能是军改影响减弱带来的行业补偿性订单增长的边际效应正在降低。展望全年，如果不考虑 2018 年末的商誉减值因素，预计 2019 年全年军工板块收入和归母净利增速分别为 7.0% 和 7.5%。由于 2018 年末，很多民营军工企业计提了商誉减值，当年业绩基数较低，因此 2019 年军工板块归母净利将出现两位数的较快增长。

（二）存货增速高企，行业主动备货意愿较强

资产项下，应收账款余额为 1747.92 亿，较期初大幅增长 23.86%，增速显著高于收入增速。货币资金较期初下滑 27.21%，由于该指标具有明显季节性波动，与 2018 年同期相比，该指标依然下滑 6.54%，表明行业回款能力有所下降。存货余额较期初增长 23.66%，增速同比提高 3.22pct，表明在行业总需求较为旺盛的背景下，企业正主动加大备货力度，应对潜在订单的增加。负债项下，预收账款较期初增长 3.5%，扭转了 Q1 和 Q2 的负增长态势，反映军工板块接单情况有所好转，进而抬升了我们对四季度和明年板块的收入增速展望。

（三）民营企业和信息化板块盈利能力存改善迹象。从 Q3 单季来看，军工 9 个细分板块，除兵器、中电科、信息化和民营企业板块外，其它板块单季业绩增速均低于上半年增速，其中，航发、航天科工、中电科和地方国企板块单季业绩出现负增长。值得一提的是，民营企业涉军板块和信息化板块业绩增速分别从 Q2 的 7.57% 和 -0.64% 提升至 Q3 的 19.12% 和 28.52%，反映两板块盈利能力正边际改善。

2. 投资建议

当前来看，军工指数自前期高点累计回调 14.6%，估值风险释放较为充分，但考虑到公募基金年末调仓等交易性因素，军工板块四季度整体以窄幅震荡为主。配置上偏防御，推荐航天电器（002025.SZ）、中直股份（600038.SH）、内蒙一机（600967.SH）等白马股。

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

《军工行业年报和一季报总结：利润增长超预期，行业基本面改善持续》 2019.5.22

《军工行业中报总结：上半年行业整体延续增长态势，但 Q2 业绩增速有所放缓》 2019.9.24

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 年三季度数据依然可以反映民营企业基本面的变化；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 89 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了手动调整。

一、2019 前三季度行业基本面向好，但增速正逐季放缓

将 89 家军工集团央企上市公司视为整体，表征军工板块。不考虑关联交易因素，通过各科目简单加总得到军工板块的利润表、资产负债表，并进行比较分析。

（一）利润表：扭转 Q2 正增长态势，Q3 营收和净利增速双下滑

分析利润表中各科目，2019 前三季度军工板块整体实现营业收入 2373.64 亿元，同比增长 5.90%，实现归母净利 125.69 亿，同比增长 6.19%，利润增长与收入增长基本一致；Q3 单季营收 785.17 亿元，同比下滑 1.56%，增速环比减少 7.2pct；Q3 单季归母净利 39.84 亿，同比下滑 2.81%，增速环比减少 5.16pct。

表 1 军工板块利润表

科目(单位: 亿元)	2019 3Q	2018 3Q	同比	2019 Q3	2018 Q3	同比
一、营业总收入	2,373.64	2,241.39	5.90%	785.17	797.62	-1.56%
二、营业总成本						
其中: 营业成本	1,900.91	1,805.10	5.31%	627.27	644.57	-2.69%
毛利率	19.92%	19.47%	0.45%	20.11%	19.19%	0.92%
毛利	472.74	436.29	8.35%	157.91	153.04	3.18%
销售费用	56.67	51.82	9.37%	19.80	18.83	5.18%
销售费用率	2.39%	2.31%	0.08%	2.52%	2.36%	0.16%
管理费用	151.20	146.23	3.40%	52.14	53.27	-2.12%
管理费用率	6.37%	6.52%	-0.15%	6.64%	6.68%	-0.04%
研发费用	96.03	79.15	21.32%	34.74	29.42	18.05%
研发费用率	4.05%	3.53%	0.51%	4.42%	3.69%	0.73%
财务费用	21.03	17.68	-56.97%	6.49	5.44	-56.97%
财务费用率	0.89%	0.79%	0.10%	0.83%	0.68%	0.14%
期间费用	324.94	294.89	10.19%	113.17	106.96	5.80%
期间费用率	9.64%	9.63%	0.02%	9.99%	9.72%	0.27%
三、营业利润	147.72	143.82	2.71%	45.82	47.82	-4.18%
四、净利润	129.77	124.74	4.03%	41.13	43.84	-6.17%
净利润率	5.47%	5.57%	-0.10%	5.24%	5.50%	-0.26%
归母净利润	125.69	118.36	6.19%	39.84	40.99	-2.81%
扣非归母净利	100.33	88.17	13.78%	31.43	28.43	10.57%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 备注: 2019 3Q 表示 2019 年前三季度; 2019 Q3 表示 2019 年第三季度

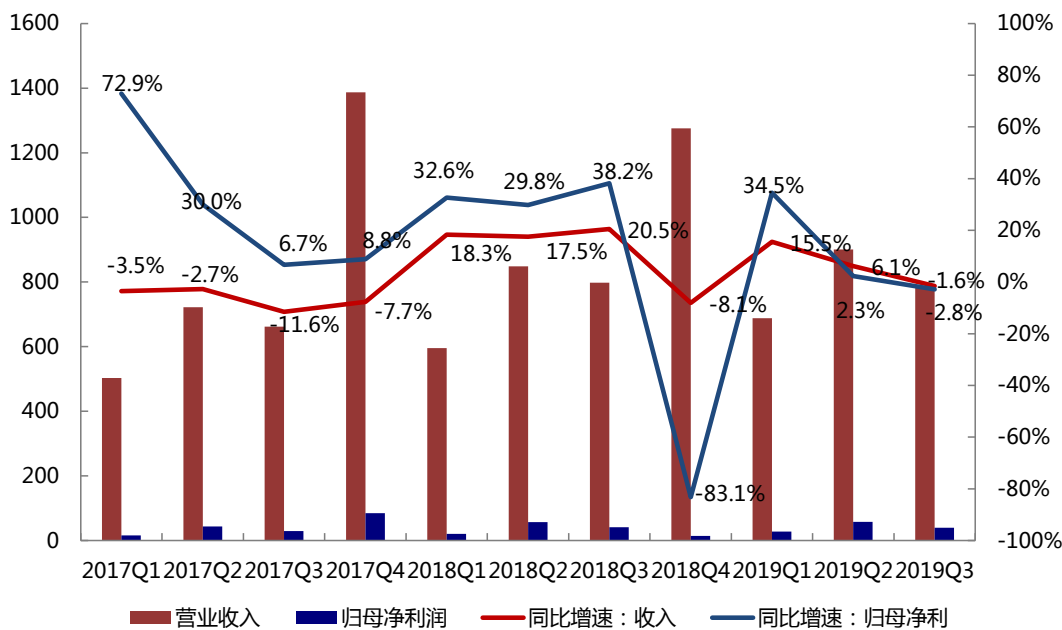
从盈利能力角度看，板块盈利能力略有下滑

军工板块 2019 前三季度净利润率 5.47%，同比下滑 0.10pct，直接原因是 Q3 净利润率下滑 0.26pct，延续了 Q2 的负增长态势。虽然板块净利润率有所下滑，但毛利率水平自 Q2 开始表现为小幅回升。我们认为毛利率回升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，而期间费用率提升幅度不大，净利率却持续走低的原因可能与板块非经营性收益减少有关。

从成长能力角度看，板块成长性短期受挫

2019 前三季度军工板块实现营收 2373.64 亿元，同比增长 5.90%，低于我们之前 10% 左右的增速预期。2019 年前三季度归母净利增长 6.19%，扣非归母净利增长 13.78%，低于我们之前 15% 左右的增速预期。分季度来看，Q1、Q2 和 Q3 收入增速分别为 15.54%、6.15% 和 -1.56%，表现为逐季走低；受益于期间费用率下滑和非经常项目贡献，Q1 归母净利大幅增长 34.55%，但 Q2 费用高企压低业绩增速，回落至 2.35%，Q3 归母净利增速进一步下滑至 -2.81%，与收入增速表现基本一致。我们认为板块之所以会出现收入和利润增速逐季双下滑的局面，直接原因是去年高基数的经营数据，但根本原因可能是军改影响减弱带来的行业补偿性订单增长的边际效应正在降低。

图 1 2017 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

展望全年，如果不考虑 2018 年末的商誉减值因素，预计 2019 年全年军工板块收入和归母净利增速分别为 7.0% 和 7.5%。由于 2018 年末，很多民营军工企业计提了商誉减值，当年业绩基数较低，因此 2019 年军工板块归母净利将出现两位数的较快增长。

(二) 资产负债表简析：存货增速高企，行业主动备货意愿较强

分析资产负债表中各科目，2019 前三季度军工板块总资产为 7286.99 亿元，总负债为 3423.61 亿元，资产负债率 46.98%，比期初减少近 1 个百分点，资本结构有所优化。

资产项下，应收账款余额为 1747.92 亿，较期初大幅增长 23.86%，增速显著高于收入增速。在 2019 全年收入增长 7.0% 的预期下，Q3 的应收账款周转率约为 2.38，较期初下滑 0.36pct。此外，货币资金余额较期初下滑 27.21%，由于该指标具有明显季节性波动，与 2018 年同期相比，该指标依然下滑 6.54%，表明行业回款能力有所下降。存货余额较期初增长 23.66%，增速同比提高 3.22pct，表明在行业总需求较为旺盛的背景下，企业正主动加大备货力度，应对潜在订单的增加。

负债项下，预收账款较期初增长 3.5%，扭转了 Q1 和 Q2 的负增长态势，反映军工板块接单情况有所好转，进而抬升了我们对四季度和明年板块的收入增速展望。

军工板块杜邦拆解分析

军工板块 ROE 水平小幅下滑，2019 前三季度军工板块净资产收益率为 3.44%，同比降低 0.42pct。通过杜邦分析，净利润率、总资产周转率和权益乘数均呈现不同程度下滑，营运能力和盈利能力都有所减弱。

表 2 军工板块资产负债表

科目(单位: 亿元)	2019 3Q	2019 期初	相比期初变化	2018 3Q	同比
一、资产总计	7,286.99	6,948.98	4.86%	6,782.86	7.43%
总资产周转率	0.33	0.53	-0.19	0.36	-0.02
流动资产					
货币资金	854.63	1,174.16	-27.21%	914.48	-6.54%
应收票据	286.82	366.00	-21.63%	206.68	38.77%
应收账款	1,747.92	1,411.16	23.86%	1,341.89	30.26%
应收账款周转率	1.50	2.74	-1.24	1.74	-0.24
存货	1,664.21	1,345.75	23.66%	1,479.56	12.48%
存货周转率	1.26	2.19	-0.93	1.33	-0.07
非流动资产					
固定资产	1,057.45	1,064.17	-0.63%	990.94	6.71%
在建工程	279.68	285.16	-1.92%	235.15	18.94%
商誉	266.39	263.75	1.00%	292.85	-9.03%
二、负债总计	3,423.61	3,324.87	2.97%	3,304.85	3.59%
资产负债率	46.98%	47.85%	-0.01	48.72%	-1.74%
流动负债					
短期借款	588.16	630.34	-6.69%	709.07	-17.05%
应付票据及应付账款	1,746.49	1,520.78	14.84%	1,500.01	16.43%
预收账款	302.45	292.23	3.50%	279.06	8.38%
非流动负债					
长期借款	190.68	160.73	18.64%	192.90	-1.15%
三、股东权益	3,863.38	3,624.11	6.60%	3,478.01	11.08%
权益乘数	1.89	1.92	-0.03	1.95	-0.06
净资产收益率	3.44%	4.13%	-0.69%	3.86%	-0.42%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 备注: 2019 3Q 表示 2019 年前三季度

二、民营企业和信息化板块盈利能力存改善迹象

提示: 1、研究样本选取情况。我们将军工板块分为 9 个细分板块, 包括航空板块(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)、兵器工业板块(4 家)、军工信息化板块(45 家)、地方军企板块(11 家)和民营企业涉军板块(39 家), 并根据涉军程度选取各版块上市公司, 详细见附录;

2、通过整体法对 9 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, 9 个细分板块均呈现较快增长态势, 其中航发板块、航天科工板块和兵器工业板块存货增速都在 40% 以上, 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。民营企业涉军板块增速最低, 主要与其民品业务占比相对较高有关。

从预收账款来看, 仅有航发、中电科和地方军企板块实现了 20% 以上的较快增长, 预示着三个细分板块接单情况良好, 未来收入或将逐步抬升。其余板块除航天科工和兵器工业板块微增外, 悉数下滑, 其中航空板块大幅下降 9.21%, 叠加存货增长数据欠佳, 未来收入增长现隐忧。

表 3 军工六大细分板块存货和预收账款情况

	存货	相比期初变化	预收账款	相比期初变化
航空板块	663.50	18.23%	104.59	-9.21%
航发板块	255.40	42.57%	21.93	30.01%
航天科技板块	147.24	25.55%	19.87	-0.79%
航天科工板块	21.59	61.10%	1.22	17.32%
中电科板块	54.10	40.33%	9.62	20.69%
兵器工业板块	72.87	52.10%	68.23	6.79%
军工信息化板块	440.89	23.98%	50.66	-2.40%
地方军企板块	149.53	19.47%	20.41	28.32%
民营企业涉军板块	168.07	17.48%	135.89	-1.01%

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, 2019 年前三季度 9 大细分板块除航发和中电科板块外, 收入均实现正增长, 其中航天科工和航空两板块位列前二, 收入增长分别为 35.44% 和 13.31%。从 Q3 单季度来看, 航空板块收入同比增速由 Q2 的 15.42% 下滑至 Q3 的 -3.23%, 增速放缓明显。而航天科工板块则延续了 Q2 的高增速态势, Q3 依然实现了 21.58% 的高增长。航发板块和中电科板块不论从合并口径还是单季度口径均呈现负增长, 但航发板块 Q3 的存货和预收款较 Q2 均有较

大幅度改善，因此未来两个季度收入增速有望实现正增长。

从利润端来看，2019 年前三季度航空和航天科技板块盈利能力较强，归母净利增长分别达 29.44% 和 31.12%。航发和中电科板块盈利能力较弱，归母净利增速分别为 -19.99% 和 -183.74%。从 Q3 单季来看，除兵器、中电科、信息化和民营企业板块外，其它版块单季业绩增速均低于上半年增速，反映 Q3 行业盈利能力进一步趋弱，其中，航发、航天科工、中电科和地方军企板块单季业绩出现负增长，我们认为上述板块 Q3 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，但该逻辑仍需要 Q4 的数据来进一步验证。

值得一提的是民营企业和信息化板块业绩增速分别从 Q2 的 7.57% 和 -0.64% 提升至 Q3 的 19.12% 和 28.52%，反映两板块盈利能力正边际改善。

表 4 军工集团六大细分板块收入和利润情况

	2019 3Q				2019 Q3			
	营收	同比增速	归母净利	同比增速	营收	QOQ	归母净利	QOQ
航空板块	774.55	13.31%	37.48	29.44%	241.28	-3.23%	13.92	8.88%
航发板块	165.20	-3.44%	6.45	-19.99%	51.94	-21.54%	1.70	-47.79%
航天科技板块	220.17	4.78%	6.06	31.12%	75.88	11.92%	2.64	28.69%
航天科工板块	62.82	35.44%	8.85	1.97%	21.58	28.01%	2.56	-11.86%
中电科板块	72.81	-3.23%	-0.22	-183.74%	24.92	-9.40%	0.23	-69.97%
兵器工业板块	127.56	5.30%	7.55	14.48%	40.49	12.80%	2.29	29.10%
军工信息化板块	681.54	7.02%	56.16	10.98%	232.89	10.49%	18.75	19.12%
地方军企板块	163.82	8.25%	12.13	10.75%	56.31	6.47%	3.44	-6.96%
民营企业涉军板块	410.14	11.86%	40.08	7.28%	151.69	18.30%	14.49	28.52%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理 备注：2019 3Q 表示 2019 年前三季度

附录

军工集团九大细分板块

航空板块	洪都航空	中航飞机	中直股份	中航电子	中航光电	中航机电	中航重机	中航电测	贵航股份
	中航沈飞	中航高科							
航发板块	航发动力	航发动控	航发科技						
航天科技板块	航天电子	航天动力	航天机电	中国卫星	航天彩虹				
航天军工板块	航天电器	航天发展	锐科激光						
中国电科板块	国睿科技	四创电子	卫士通	杰赛科技	天奥电子				
兵器工业板块	内蒙一机	北方导航	光电股份	中兵红箭					
地方军企板块	奥普光电	海格通信	烽火电子	宝钛股份	西部材料	钢研高纳	四川九洲	长城军工	新余国科
	七一二	西部超导							
军工信息化板块	中航电子	中航电测	中航光电	航天电器	航天电子	航天发展	四创电子	国睿科技	卫士通
	杰赛科技	天奥电子	中国长城	振华科技	久之洋	中国海防	中国应急	光电股份	奥普光电
	海格通信	烽火电子	大立科技	高德红外	北斗星通	振芯科技	星网宇达	华讯方舟	海兰信
	景嘉微	金盾股份	雷科防务	火炬电子	耐威科技	天银机电	晨曦航空	精准信息	宏达电子
	航新科技	新兴装备	七一二	上海瀚讯	新光光电	睿创微纳	鸿远电子	欧比特	全信股份
民营企业涉军板块	大立科技	高德红外	北斗星通	振芯科技	星网宇达	华讯方舟	海兰信	景嘉微	金盾股份
	雷科防务	火炬电子	耐威科技	天银机电	晨曦航空	精准信息	宏达电子	航新科技	新兴装备
	炼石航空	光威复材	泰豪科技	全信股份	瑞特股份	新研股份	爱乐达	日发精机	*ST鹏起
	天和防务	长鹰信质	楚江新材	欧比特	中简科技	鸿远电子	铂力特	新光光电	福光股份
	睿创微纳	三角防务	上海瀚讯						

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接受任何形式的补偿。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