

2019年04月15日

看好

行业增量红利持续由资产负债表向利润表转化，坚定看好军工成长、改革及科技三条主线

——国防军工行业 2019Q1 业绩前瞻

本期投资提示：

- **2019 年一季度军工上市公司业绩预告增速较高，军工行业增量红利持续由资产负债表向利润表转化：**截止到目前，共 29 家军工上市公司公布了一季报业绩预告，其中业绩预增 15 家，业绩预减 10 家，业绩扭亏有 1 家，业绩存在不确定性的有 3 家。**已公布业绩预告的 29 家军工上市公司整体归母净利润预计增幅在 9.16%至 39.88%之间。**
- **从产业链来看。**1) **零部件及原材料类上市公司一季报归母净利润预增最高，同比增幅在 952.47%至 1182.46%之间，**主要由于：为保障对下游企业的供货能力，零部件及原材料企业会提前备货，且上游产品交付周期相对较短，所以增长在财务报表中体现较快。2) **中游分系统类上市公司一季报归母净利润预计稳定增长，同比增幅在 -7.19%至 19.89%之间，**主要是因为分系统类上市公司的订单交付周期相较于下游总装类周期较短，部分业绩已在报表中体现。3) **总装板块的业绩同比增长 -12.92%至 7.18%，**主要由中国应急同一控制下企业追溯调整上年同期数。
- **从公司分类来看，受益于需求端持续增长，航空和军工电子信息化板块预计业绩靓丽。**1) 受益于海空军建设加速带来航空防务产品需求加速，航空板块业绩预计高增长 29.09%至 88.17%。2) 受益于军队信息化建设加速牵引，军工电子信息化板块 8 家上市公司的归母净利润总和预计同比增加 37.25%至 77.81%；3) 受益于陆军在 2020 年前实现机械化目标牵引，地装板块有 3 家上市公司整体增速达到 7.99%至 23.27%。
- **从公司属性来看，地方国企参军股的业绩预计增速最高，央企军工集团股次之，民参军股相对较低。**我们分析认为，地方国企参军股业绩增速最高是因为其主要分布在分系统和零部件及原材料两个环节，军品配套产品交付批量增加，最先在财务报表上体现。
- **坚定看好军工 19 年”业绩成长“+”资产注入“+”科技创新“三条主线。**1) **成长主线，4 月一季报或将催化军工行情。**军工基本面改善逻辑已被逐步验证，下游主机厂 19 年业绩改善最为显著（如中直股份年报预计 19 年关联交易增加 64.31%）。目前年报预期逐步消化，进入 4 月份，军工一季报业绩有望表现亮眼，军工板块继续上涨动力强劲；2) **改革主线，**重点关注中电科集团资本运作进程。首先资本运作仅国睿科技加速推进中，资本运作空间巨大。其次，电科集团通过成立子集团对同类资产已初步整合完成，资本运作平台明确，运作路径确定性强。最后，电科集团备考资产普遍高毛利、轻资产，今年资本运作或将加速；3) **科技创新主线，军工自主可控及科技创新领域包括北斗、军工芯片、高端器件组件等可重点布局。**此外，技术实力过硬且仍具有军工护城河的中上游龙头个股投资确定性强。
- **推荐标的：**重点推荐业绩改善显著的军工下游主机厂，包括中直股份、中航沈飞、内蒙一机，并关注军工自主可控相关科技企业以及技术实力过硬的行业龙头，包括宝钛股份、海格通信、全信股份。布局四创电子、杰赛科技、天奥电子等电科系统资产注入预期标的。
- **风险提示：**军费支出不达预期；政策落地不达预期；热点事件催化不达预期。

证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com

研究支持

王贺嘉 A0230518030002
wanghj@swsresearch.com
王加煨 A0230518070002
wangjw@swsresearch.com
李蕾 A0230117080001
lilei@swsresearch.com

联系人

高晗
(8621)23297818×转
gaohan@swsresearch.com



1. 从产业链来看，军工行业增量红利持续由资产负债表向利润表转化

将已经披露业绩预告的 29 家公司按其在产业链上的位置进行分类，然后统计其业绩预告归母净利润下限和上限的合计值，并与 2018 年一季报归母净利润进行比较，可以发现：

（一）零部件及原材料类上市公司一季报归母净利润预增最高

零部件及原材料类企业共 6 家公司，归母净利润总和同比增幅在 952.47% 至 1182.46% 之间，增幅较大；其中，有 3 家公司业绩预增，2 家公司业绩预减，1 家业绩扭亏。受益于积极开拓市场及产品结构优化，宝钛股份业绩实现了扭亏为盈，大立科技业绩预增 449.99%-499.99%，有力地拉动了零部件及原材料类业绩增加。我们分析认为，为保障对下游企业的供货需求，零部件及原材料企业会提前备货，且考虑到上游产品交付周期相对较短，因此，军方采购订单增加带来的营收及利润水平增长，会最先在国防军工产业链上游的零部件及原材料体现。

（二）中游分系统类上市公司一季报归母净利润预计稳定增长

在下游企业供货需求上升，上游零部件及原材料类公司部分供给已经完成的带动下，位于产业链中游的分系统类上市公司业绩稳定增长；全部 20 家分系统类上市公司中，有 11 家公司业绩预增，7 家公司业绩预减，另外有 2 家业绩增长方向不明。从产业链角度来看，分系统类上市公司的订单交付周期较总装类上市公司较短，所以订单增加带来的业绩增速在财务报表上已有部分体现。

（三）产业链下游总装类上市公司一季报归母净利润预计增幅稳定

总装类上市公司共有 1 家公布业绩预告，归母净利润总和预计同比增长-12.92%至 7.18%。但考虑到中国应急因同一控制下企业追溯调整上年同期数影响上年同期数-238.17 万元，而公司本期实现营业收入同比增长，故本期利润有望稳定增长。

表 1：国防军工行业产业链各个环节 2019 年一季报业绩前瞻

产业链位置	公司数	2018 年一季报归母净利润合计(百万元)	业绩预告归母净利润下限合计(百万元)	业绩预告归母净利润上限合计(百万元)	下限同比 (%)	上限同比 (%)
分系统	20	40,347.68	31,234.76	33,653.41	-7.19%	19.89%
零部件及原材料	6	7,480.94	6,139.34	583.33	952.47%	1182.46%
配套及测试	2	76.42	-17.19	-164.57	不适用	不适用
总装	1	800.00	650.00	746.40	-12.92%	7.18%
总计	29	48,705.04	38,006.91	34,818.58	9.16%	39.88%

资料来源：Wind、申万宏源研究

2. 从装备板块来看，航空和军工电子信息化板块预计快速增长

2018 年国防军工行业受多个因素的推动，需求端呈现明显增长。随着军改政策不断落地，部队编制扩大带来较大的替代性需求，同时因军改带来的人事变动等压制因素逐渐消失，采购出现恢复性增长。军方采购存在明显的采购周期，2019 年是“十三五”的第四年，结合以往军方的采购惯例，采购量将迎来增长的拐点；同时军费持续增长，为军备采购提供保证。此外，习近平主席在十九大报告中提出，我军到 2020 年要基本实现机械化、信息化建设取得重大进展，这进一步提高了我国武器装备采购需求的迫切性。

（一）海空军建设加速带动需求，航空板块业绩预计高增长 29.09%至 88.17%

航空板块 9 家上市公司的归母净利润总和预计实现快速增长，增速达到 29.09%至 88.17%，其中有 5 家公司业绩预增，4 家公司业绩预减。我们分析认为，航空板块业绩增长主要受益于海空军建设加速带来航空产品需求加速。

（二）受益于军队信息化建设的发展，军工电子信息化及地装板块业绩预计高增长 37.25%至 77.81%

军工电子信息化板块 7 家上市公司的归母净利润总和预计同比增加 37.25%至 77.81%，其中 6 家公司业绩预增，主要原因为军改落地后军品业务恢复性增长，2 家公司业绩预减，主要受一季度确认政府补助收入等收益的影响。

（三）受益于陆军机械化建设加速的牵引，地装板块整体增速较高

地装板块有 3 家上市公司披露了业绩预告，整体增速达到 7.99%至 23.27%，因上游回暖 3 家公司业绩 2 家预计增长，1 家方向不明。我们分析，2019 年一季度军工电子信息化及地装板块上市公司业绩增长，主要受益于部队机械化和信息化建设的不断推进。

（三）发射计划加速推进，航天板块 6 家上市公司的归母净利润总和同比增速稳定

航天板块 6 家已发布业绩预告的上市公司预计整体保持业绩稳定，其中有 3 家公司业绩预增，1 家公司业绩预减，2 家公司业绩增减方向不明，主要受益于今年以来航天发射计划的加速推进。

（四）舰船板块 1 家上市公司的归母净利润总和同比增速有所下降

目前来看，舰船板块整体行业景气度提升。已公布业绩预告的瑞特股份虽然业绩预减，但是主要受到报告期内非经常性损益减少的影响，同比归属于上市公司股东的净利润有所下降。

表 2：国防军工行业不同装备板块的 2019 年一季报前瞻

装备板块	公司数	2018 年一季报归母净利润合计(百万元)	业绩预告归母净利润下限合计(百万元)	业绩预告归母净利润上限合计(百万元)	下限同比 (%)	上限同比 (%)
地装	3	7,826.29	6,856.61	6,349.14	7.99%	23.27%
多领域	2	5,998.04	5,080.63	2,229.39	127.89%	169.04%

航空	9	12,357.72	8,478.01	6,567.45	29.09%	88.17%
航天	6	12,829.33	9,966.94	12,676.89	-21.38%	1.20%
舰船	1	1,500.00	1,300.00	2,387.60	-45.55%	-37.18%
军工信息化	8	8,193.66	6,324.72	4,608.11	37.25%	77.81%
总计	29	48,705.04	38,006.91	34,818.58	9.16%	39.88%

资料来源：Wind、申万宏源研究

3. 从公司属性来看，地方国企参军股的业绩预告增速最高

从公司属性来看，地方国企参军股的业绩预告增速最高，5支地方国企参军股的业绩预告利润同比增幅达到200.09%至275.46%。地方国有军工股中3家业绩预增，主要由生产经营保持稳定增长趋势、青岛新力通纳入合并范围等原因驱动，其中通达动力预计增长47.22%-76.66%。1家业绩预减，但是业务发展稳定，预减程度不大。1家业绩扭亏，主要受益于产品订货和销量的增长。

央企军工集团股的业绩预期高速增长，4支央企军工集团股的业绩预告利润同比增幅为80.11%至122.15%。央企军工集团股有3家公司业绩预增，基本上属于由军品及配套产品交付批量增加等因素驱动；1家业绩方向不明，主要受同一控制下企业追溯调整的影响。

民参军股的业绩增速相对较低，20支民参军股的业绩预告利润同比增幅为-21.56%至2.96%。民参军股有10家业绩预增，其中7家公司业绩预告披露了销售或订单的增长；7家公司业绩预减，主要由产品技术研发投入的加大、合同签署及付款延后等原因造成；2家公司业绩变动方向存在不确定性。我们分析认为，民参军股主要分布在零部件及原材料、分系统两个环节，考虑到近年来装备采购及定价体制改革持续推进，民参军企业或受到一定影响。

表3：国防军工行业不同公司类别的2019年一季报前瞻

公司类别	公司数	2018年一季报归母净利润合计(百万元)	业绩预告归母净利润下限合计(百万元)	业绩预告归母净利润上限合计(百万元)	下限同比(%)	上限同比(%)
地方国企参军股	5	9,403.85	7,515.99	2,504.62	200.08%	275.46%
民参军股	20	28,061.73	21,378.53	27,254.54	-21.56%	2.96%
央企军工集团股	4	11,239.46	9,112.39	5,059.41	80.11%	122.15%
总计	29	48,705.04	38,006.91	34,818.58	9.16%	39.88%

资料来源：Wind、申万宏源研究

表4：国防军工行业已披露业绩预告的公司类别在产业链上的分布

	分系统	零部件及原材料	配套及测试	总装	总计
地方国企参军股	2	2			4
民参军股	14	4	2		20
央企军工集团股	3			1	4

总计	19	6	2	1	29
----	----	---	---	---	----

资料来源：Wind、申万宏源研究

4. 附表

表 5：投资组合估值表

公司	代码	2019/4/12			EPS			PE		
		收盘价	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
中航沈飞	600760.SH	33.10	0.53	0.66	0.84	64	51	40		
内蒙一机	600967.SH	12.28	0.40	0.49	0.61	33	27	21		
中直股份	600038.SH	45.66	0.87	1.09	1.34	55	44	36		
海格通信	002465.SZ	9.99	0.19	0.26	0.32	56	41	33		
宝钛股份	600456.SH	23.11	0.33	0.66	1.10	76	38	23		
全信股份*	300447.SZ	11.39	0.46	0.54	0.65	25	22	18		

资料来源：Wind、申万宏源研究

注：标*的公司对应的 EPS 数据来源于 Wind 一致预期，其余公司 EPS 数据来源于申万预测；中航沈飞、中直股份、宝钛股份 2018 年数据为年报数据

表 6：国防军工行业 2019 年一季报前瞻

证券简称	类别	细分领域	产业链位置	下限同比%	上限同比%	全年业绩预告方向	业绩变动主要原因
烽火电子	地方国企参军股	军工电子信息化	分系统	-0.71%	-37.29%	减	业务发展稳定
炼石航空	民参军股	航空	零部件及原材料	-25.37%	-25.37%	减	研发费用增加
中航机电	央企军工集团股	航空	分系统	267.14%	377.29%	增	经营情况正常，财务状况稳定
大立科技	民参军股	军工电子信息化	零部件及原材料	449.99%	499.99%	增	军品型号如期实现批量交付
博云新材	民参军股	航空	零部件及原材料	-100.00%	-50.77%	减	出售子公司
高德红外	民参军股	军工电子信息化	分系统	250.00%	280.00%	增	营收及税收优惠增长
海格通信	地方国企参军股	军工电子信息化	分系统	10.00%	30.00%	增	生产经营保持稳定增长趋势
钢研高纳	地方国企参军股	航空	零部件及原材料	47.22%	76.66%	增	青岛新力通纳入合并范围
欧比特	民参军股	航天	分系统	-10.00%	10.00%	方向不明	公司经营情况稳定
海兰信	民参军股	军工电子信息化	分系统	-10.00%	0.00%	减	一季度确认政府补助收入
振芯科技	民参军股	航空	分系统	-92.19%	-72.67%	减	加大产品技术的研发投入
中航电测	央企军工集团股	航空	分系统	20.00%	40.00%	增	主营业务发展势头良好
中海达	民参军股	航天	分系统	-14.00%	14.00%	方向不明	研发、销售及管理费用均有所增加

金信诺	民参军股	航天	分系统	-60.00%	-40.00%	减	装备型号调整,转让金诺商业保理部分股权
天银机电	民参军股	地装	分系统	5.00%	15.00%	增	军工电子业务的利润较去年同期增长
东华测试	民参军股	军工电子信息化	配套及测试	35.77%	46.47%	增	销售收入较同期有所增加
菲利华	民参军股	航天	分系统	10.00%	40.00%	增	半导体相关领域市场持续向好
苏试试验	民参军股	军工电子信息化	配套及测试	0.00%	20.00%	增	新建实验室已进入正常运营
航新科技	民参军股	航空	分系统	-100.00%	-70.00%	减	合同签署及付款延后
全信股份	民参军股	多领域	分系统	-30.00%	0.00%	减	所得税费用大幅增加
耐威科技	民参军股	航天	分系统	100.00%	120.00%	增	MEMS (微机电系统) 业务继续实现增长
景嘉微	民参军股	地装	分系统	28.02%	56.47%	增	公司图形显控领域产品销售增长
久之洋	央企军工集团股	军工电子信息化	分系统	34.81%	48.29%	增	军品配套产品交付批量增加
中国应急	央企军工集团股	地装	总装	-12.92%	7.18%	方向不明	企业追溯调整,实现营业收入同比增长
瑞特股份	民参军股	舰船	分系统	-45.55%	-37.18%	减	非经常性损益减少
爱乐达	民参军股	航空	零部件及原材料	149.79%	176.08%	增	上年度未未结算某军机项目增加
安达维尔	民参军股	航空	分系统	29.62%	9.68%	增	公司经营情况总体稳定向好
宝钛股份	地方国企参军股	多领域	零部件及原材料	不适用	不适用	扭亏	产品订货和销量同比增长
新余国科	地方国企参军股	航天	分系统	0.00%	10.00%	增	经营业绩相对稳定

资料来源：Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。