

2020年05月06日

国防军工

军工年报、一季报综述：后疫情时期的稳健增长

■ **军工行业稳健增长。**2019年，军工行业在A股29个行业中，收入增速排在第14位、归母净利增速排在第10位；2020Q1，收入增速排在第12位、归母净利增速排在第5位，均处于中部靠前位置；2020年初至4月底，中证军工指数区间涨幅位列第4位，疫情并不会对行业基本面带来根本性变化，未来两年军工行业的增长确定性大，相对其他行业具有比较优势。

■ **军工板块Q1主动基金持仓拐点向上，持股集中度有所下降。**对2020Q1公募基金重仓持股进行统计，军工行业持股比例为1.5%，环比下降0.32个百分点；主动基金持股比例为0.89%，环比上升0.18个百分点；公募基金军工主动持仓依然处于五年来低位。军工行业持股集中度有所下降，国企占比继续下降。持仓前十占比67.91%，持仓前二十占比89.99%。国有企业持仓比例为81.51%；民参军公司持仓比例为18.49%。2020Q1持仓前十个股分别为海格通信、中航光电、光威复材、航天发展、中航机电、航发动力、中航飞机、中国卫星、航天电子、中国长城。除光威复材以外全部为国企，航空板块仍是重点配置，信息化、新材料配置力度加大；相比较2019Q4光威复材、航天发展、中国卫星、航天电子入列；内蒙一机、中国重工、中航沈飞、中直股份出列。

■ **利润表：受军品订单及回款改善、军工企业均衡生产等因素影响，军工行业2019年整体业绩稳健增长；疫情影响部分企业20Q1生产和交付进度，但预计全年不受疫情影响。**

2019年，整体实现营业收入（3287.12亿，同比增长8.68%），归母净利润（207.79亿，+12.27%）。2020Q1营收（501.70亿元，-8.33%），小幅下降，归母净利润（23.54亿，-13.82%）。分版块看，航空增长稳健，均衡生产力度有所加强；航天19年业绩同比改善，受益宇航任务饱满叠加实战化训练，而今年Q1业绩受疫情影响较大；船舶处于底部复苏阶段；军工信息化则细分行业表现分化，19年业绩增速普遍较快。

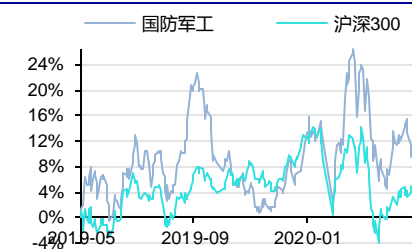
军工板块整体盈利能力继续提升，继续加大研发投入，提质增效效果明显。2019年度毛利率同比上升0.45个百分点，净利率同比提升0.2个百分点。军工板块净利率增幅小于毛利率增幅，表观是期间费用率提升0.22个百分点，但是拆分来看主要为研

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	-5.94	-9.72	-22.92	
绝对收益	-0.57	-7.52	-22.93	

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

花超

报告联系人

huachao1@essence.com.cn

相关报告

【安信军工】SpaceX 星链预公测空天互联网，关注星网推进带来的新市场空间 2020-04-27

【安信军工】军工板块Q1主动基金持仓拐点向上，持股集中度有所下降 2020-04-27

重申看好军工板块，全年稳健增长确定性高，重点关注信息化、新材料及主机厂等方向 2020-04-12

分拆上市试点规定出台，有望助推分拆上市进程 2020-04-12

政治局会议提出合理增加公共消费 2020-03-29

发费用率的提升 0.43 个百分点所致，反映出十三五期间我国武器装备发展迅速，预先研究及新型装备研制有加速态势，军工企业为提高本身行业内竞争力，相应加大研发投入，提高中长期业绩弹性。2019 年其他费用率呈现持平或下降趋势，反映军工行业上市公司尤其是国企提质增效效果显现，导致相应期间费用有所下降。

- **资产负债表：重点关注预收账款（体现在手订单情况）、存货（尤其重点看存货附注的原材料科目的变化，反映中长期的增长）、应付账款（反映为满足订单生产的采购备货情况）等科目变化。**从 2019 年报数据可看出：1) 军工行业预收账款同比增加 18.23%，其中信息化及兵器板块分别增长 12.97%及 51.96%；航空板块 19 年预收账款及合同负债同比增加 11.62%；航天板块 19 年末预收账款较期初同比下降 4.36%。2) 军工行业存货同比增长 13.12%，其中航空、航天、信息化和兵器存货增长较快，分别增长 11.83%、25.63%、17.4%和 17.39%；3) 2019 年军工行业应付账款及应付票据同比增长 12.48%，除船舶同比下降以外，其余细分行业均实现正增长，其中航空细分板块增幅较大，同比增长 13.48%。

2020 一季报数据看，1) 预收账款方面，行业整体增长 6.37%，航天、信息化板块分别增长 79.13%及 45.43%；2) 存货方面，20Q1 同比增长 13.62%，航天及信息化板块增长较快，分别增长 28.20%及 17.02%；3) 应付账款及应付票据同比增长 12.48%。年报及一季报资产负债表的变化显示行业基本面持续向好，我们预计 19-20 年行业增长相对确定，资产负债表相关科目变化或将持续体现。

现金流量表：军改影响逐步削弱，行业现金流情况持续。2019 年军工行业经营性现金流同比好转，除航天板块现金流有所下降以外，其余细分板块现金流均有所好转。总体来说，受军改影响，2016 年军工行业现金流情况经历了最低谷，当年全行业经营性现金流仅 9.57 亿元。随着军改继续深化和落地，预计行业现金流情况将继续改善。军工行业订单交付及回款集中于后半年，因此一季度军工企业经营性现金流多为净流出。同 2019Q1 相比，航空板块现金流净额减少较多，反而说明一季度生产经营任务加重；民参军现金流净额保持净流入，或一定程度反映民营企业回款情况在军改末期有望持续改善。

- **军工整体稳健向上，关注国企提质增效、新材料增长显著等变化。**军工板块整体业绩呈现稳健向上的增长态势，资产质量上则是经营效率提高、注重研发投入、严格控制两金，整体资产质量不断提高，带动行业 ROE 水平的提升。其中整机、零部件等国企保

持中低增速但长期稳健增长；新材料异军突起，受益新式武器装备列装加速及新材料价值占比提升；信息化军改后恢复显著，业绩指标已持续两年有所表现。民营企业则迎来明显的戴维斯双击，订单和估值双修复。此外，国企股权激励方案增多，预计将推动行业经营质量和盈利水平的提高。

■ **重申军工行业增长逻辑，预计行业增速或仍保持在 15%-20%左右。**

1) 持续的资金投入是行业增长的首要因素。根据国防需要和宏观经济情况，我们预计今年国防预算增速在 6.8-7.0%之间，而且要关注军民融合基金等资金给行业带来的供给侧的变化；

2) 军改影响逐步消除。距离军改开始已近 5 年时间并横跨十三五期间，此前人事变动、机制未理顺等一定程度影响订单和回款，但随着军改影响削弱，预计未来同比增长相对加快；

3) 新装备定型后处于迅速爬坡期带动行业发展。主战装备列装势头较快，如某主力战机和某通用直升机等，一旦进入列装及产能爬坡阶段，往往在定型后 3—5 年处于快速爬坡上量阶段。此外，新式主战装备的配套产业链较长，且新机型新产品等单价和毛利率往往较高，因此有望带动产业链的业绩释放。。

4) 军工体制改革提升企业经营效率。随着改革推进，行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革，使得行业生产效率得以改善。且股权激励有进一步推进的迹象，在价格改革的压力下，企业降低成本和费用的意愿将增强，带来行业盈利水平的提升；

■ **军工行业整体估值理性回归，基本处于正常制造业的估值水平，当前不少标的估值与业绩增长匹配。**军工板块细分看内部分化大，目前军工板块中不少基本面优质的公司的估值与业绩增速匹配，具体来说：主机厂中航沈飞、中直股份等估值水平已经处于历史估值下限区间；国企零部件业绩增速维持在 15-20%，目前动态估值也在 20 多倍；而新材料相关公司业绩增速显著，未来两年有望继续维持 30%以上的增速，目前估值水平也有业绩增速匹配；信息化具备 TMT 属性，同时代表了我军装备先进发展方向，本身就高于行业平均估值，且考虑到信息化、国产化及更新换代快等原因，预计保持较高增长，且军用技术民用化也有望打开相关公司的成长空间；民参军公司则受到前几年股权质押、军改影响等问题，估值低位自 19 年年初至今，戴维斯双击效果明显。。

■ **投资主线：重点关注信息化、新材料、主机厂等方向**

信息化：信息化、更新换代及国产化替代使得长期增长确定性高，且业绩增长相对较快并具有 TMT 属性，首推航天发展、振华科

技，对应 2020 年估值均在 20 多倍；此外密切关注北斗和低轨星座进展；

新材料：具有较高技术壁垒和资金壁垒，新机型列装且占比提高带动新材料放量，规模效应凸显推动毛利率提升，重点关注中航高科、光威复材、钢研高纳、菲利华等；

主机厂：近 1 年多股价平稳，未来几年增长确定性高且较为稳健，并能够支持当前估值水平，如中航沈飞、中直股份等；

国企零部件：增长稳健，且回撤较小，关注中航机电、航天电器、中航光电等；

民参军：民企此前因商誉减值、股权质押等导致市场担忧，估值下杀到底部，随着军改削弱等带来基本面好转，民参军公司有望迎来戴维斯双击，关注红相股份、雷科防务、爱乐达、楚江新材、星网宇达等。

重点关注航天发展、振华科技、中航高科/光威复材/菲利华、中航沈飞/中直股份、航天电器/中航机电/中航光电、以及民参军组合如雷科防务/红相股份/爱乐达等。

- **风险因素：**估值相对其他板块高企；武器装备建设、军队体制改革、军工体制改革等进展低于预期；周边局势走向与市场预期有较大差异。

内容目录

1. 行情回顾及机构配置	9
1.1. 行情回顾	9
1.2. 基金持仓分析	10
2. 利润表：19 年整体业绩稳健增长，预计 20 年全年不受疫情影响	14
2.1. 军工行业整体稳健增长，20 年受疫情影响小	14
2.2. 航空：板块增长稳定，主机厂继续稳定增长	18
2.3. 航天：航天强国建设提速，19 年业绩同比改善，Q1 业绩受疫情影响较大	20
2.4. 信息化：因军改影响削弱存在业绩弹性，盈利能力持续向好	23
2.5. 新材料：收入利润继续保持增长，行业景气度向好	24
2.6. 兵器：稳定发展、长期投入	26
2.7. 船舶：处于底部复苏阶段	27
3. 资产负债表：行业基本面持续改善，未来业绩预期良好	28
3.1. 预收账款：信息化及兵器板块增长较快，反映订单情况持续向好	28
3.2. 存货：原材料及在产品保持增长，或反映行业中长期增长预期	30
3.3. 应付账款：反映为满足客户订单的采购情况，信息化与材料板块增长较快	33
4. 现金流量表：伴随军工逐步落地行业整体情况向好	34
5. 军工整体稳健向上，关注国企提质增效、新材料增长显著等变化	36
5.1. 整机、零部件等国企保持中低增速但长期稳健增长	36
5.2. 新材料异军突起，受益新式武器装备列装加速及新材料价值量占比提升	38
5.3. 信息化军改后恢复显著，业绩指标已持续两年有所表现	39
5.4. 国企股权激励方案增多，预计将推动行业经营质量和盈利水平的提高	39
6. 重申军工行业增长逻辑，预计行业增速或仍保持在 15-20% 左右	41
7. 军工行业整体估值理性回归，当前不少标的估值与业绩增长匹配	44
8. 投资主线：重点关注信息化、新材料、主机厂等方向	45
9. 重点公司年报及一季报点评	46
9.1. 航天发展年报及一季报点评：业务布局全面清晰，2020Q1 扣费归母净利润增长 55%	46
9.2. 中航高科年报点评：复材公司 2019 实现净利润 2.98 亿元，同比增长 38.60%，收入、利润或将加速释放	48
9.3. 中航高科一季报点评：2020Q1 归母净利润同比增长 62.68%，复合材料业务成长显著	49
9.4. 光威复材年报点评：军民品业务保持高增长，看好未来发展	50
9.5. 光威复材一季报点评：2020Q1 归母净利润同比增长 8.28%，符合预期	51
9.6. 振华科技年报点评：高新电子稳健增长，订单金额增长 24% 以上	52
9.7. 振华科技一季报点评：2020Q1 归母净利润增长 2.53%，符合预期	53
9.8. 雷科防务年报及一季报点评：2019 年收入利润稳步提升，雷达、智能弹药及卫星应用增长可期	54
9.9. 爱乐达年报及一季报点评：年度业绩稳步提升，一季度仍保持正增长	55
9.10. 航天电器年报点评：连接器、电机业务增长较好，2020 年计划营收增长 19%	58
9.11. 航天电器一季报点评：Q1 营收实现双位数增长，一季度订单同比增长 27.61%	59
9.12. 中航沈飞年报及一季报点评：整体上市以来首次实现营收双位数增长，一季度表现突出	60
9.13. 航天电子年报点评：19 年整体经营平稳，受益航天及商业航天的迅速发展	62

9.14. 航天电子一季报点评：Q1 电缆业务受疫情影响大，航天产品影响幅度相对较小....	64
9.15. 中航电子年报点评：业绩较好增长，航电系统军民协同发展.....	65
9.16. 航天彩虹年报点评：无人机业务完成业绩承诺，军用无人机内贸市场可期.....	67
9.17. 华伍股份年报点评：风电制动产品大幅增长，军工关注发动机需求改善.....	68
9.18. 航发科技年报点评：营收增长 43%，业绩扭亏为盈，内贸航空产品取得重要进展.	69
9.19. 中航机电年报点评：净利增速高于营收，航空产品发展较好，整体符合预期.....	71
9.20. 中直股份年报点评：直升机龙头稳健增长，直-20 需求景气.....	72
9.21. 中航飞机年报点评：业绩增长平稳，资产置换有望提升盈利能力.....	73

图表目录

图 1：中证军工指数区间涨跌幅行业排名第 4（2020/01/01-2020/04/30，%）	9
图 2：军工行业公募基金重仓持股统计.....	10
图 3：2020Q1 军工行业基金重仓持股集中度（亿元）	11
图 4：2020Q1 基金军工重仓持仓结构（亿元）	11
图 5：2019 年军工行业营收增速排名第 14 位.....	14
图 6：2019 年军工行业归母净利增速排名第 10 位.....	14
图 7：2020Q1 军工行业营收增速排名第 12 位.....	15
图 8：2020Q1 军工行业归母净利润增速第 5 位.....	15
图 9：军工行业近五年年报营收及增速（百万元，%）	16
图 10：军工行业近五年 Q1 营收及增速（百万元，%）	16
图 11：军工行业近五年年报净利润及增速（百万元，%）	16
图 12：军工行业近五年 Q1 净利润及增速（百万元，%）	16
图 13：军工行业近五年年报毛利率及净利率.....	17
图 14：军工行业近五年年报期间费用率.....	17
图 15：军工行业近五年 Q1 毛利率及净利率.....	17
图 16：军工行业近五年 Q1 期间费用率.....	17
图 17：军工行业国企、民企历年毛利率.....	18
图 18：军工行业国企、民企历年净利率.....	18
图 19：航空板块历年营收及同比增速（百万元）	18
图 20：航空板块历年归母净利及同比增速（百万元）	18
图 21：航空主机厂历年营收及同比增速（百万元，%）	19
图 22：航空主机厂历年归母净利及同比增速（百万元，%）	19
图 23：航空板块历年毛利率及净利率.....	19
图 24：航空板块历年期间费用率.....	19
图 25：航空主机厂历年毛利率及净利率.....	19
图 26：航空主机厂历年期间费用率.....	19
图 27：航空板块历年 Q1 营收及同比增速（百万元，%）	20
图 28：航空板块历年 Q1 净利润及同比增速（百万元，%）	20
图 29：航空板块历年 Q1 毛利率及净利率.....	20
图 30：航空板块历年 Q1 期间费用率.....	20
图 31：航天板块历年营收及同比增速（百万元，%）	21
图 32：航天板块历年归母净利及营收增速（百万元，%）	21
图 33：航天板块历年毛利率及净利率.....	21
图 34：航天板块历年期间费用率.....	21

图 35: 航天板块近五年 Q1 营收及同比增速 (百万元, %)	21
图 36: 航天板块近五年 Q1 净利润及同比增速 (百万元, %)	21
图 37: 信息化历年营收情况 (百万元)	23
图 38: 信息化板块历年归母净利润情况 (百万元)	23
图 39: 信息化板块历年毛利率净利率情况	23
图 40: 信息化板块历年费用率情况	23
图 41: 信息化板块历年 Q1 营收情况 (百万元)	24
图 42: 信息化板块历年 Q1 归母净情况 (百万元)	24
图 43: 信息化板块历年一季度毛利率净利率情况	24
图 44: 信息化板块历年一季度费用率情况	24
图 45: 新材料板块历年收入情况 (百万元)	25
图 46: 新材料板块历年归母净利润情况 (百万元)	25
图 47: 新材料板块历年毛利率净利率情况	25
图 48: 新材料板块历年费用率情况	25
图 49: 新材料板块历年 Q1 收入情况 (百万元)	25
图 50: 新材料板块历年 Q1 利润情况 (百万元)	25
图 51: 新材料板块历年毛利率净利率情况	26
图 52: 新材料板块历年费用率情况	26
图 53: 兵器板块历年营收情况 (百万元)	26
图 54: 兵器板块历年归母净利润情况 (百万元)	26
图 55: 兵器板块历年毛利率情况	27
图 56: 兵器板块历年费用率情况	27
图 57: 船舶板块近五年营收及同比增速 (百万元, %)	27
图 58: 船舶板块近五年净利润及同比增速 (百万元, %)	27
图 59: 船舶板块近五年毛利率和净利率	28
图 60: 船舶板块近五年期间费用率	28
图 61: 信息化板块历年预收账款情况 (百万元)	30
图 62: 信息化板块历年一季度预收账款情况 (百万元)	30
图 63: 军工国企历年现金流情况 (百万元)	34
图 64: 民参军企业历年现金流情况 (百万元)	34
图 65: 国企营收及增速	37
图 66: 国企归母净利及增速	37
图 67: 国企主机厂&零部件营收及增速	37
图 68: 国企主机厂&零部件归母净利及增速	37
图 69: 军工行业国企、民参军历年毛利率	37
图 70: 军工行业国企、民参军历年净利率	37
图 71: 军工央企 ROE 不断提升	38
图 72: 新材料领域历年营收情况	38
图 73: 新材料领域历年归母净利润情况	38
图 74: 信息化领域历年营收情况	39
图 75: 信息化领域历年归母净利润情况	39
图 76: 信息化细分领域历年营收情况	39
图 77: 信息化细分领域历年归母净利润情况	39
图 78: 2009-2019 中国国防预算情况	42
图 79: 2018 年各国国防预算及占 GDP 比重图	42

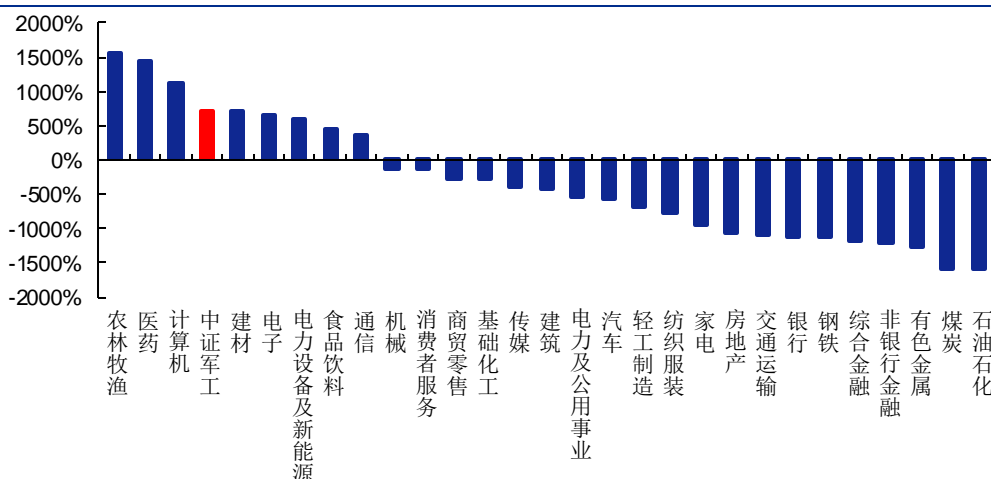
图 80: 军工板块市盈率 TTM 波动分析.....	44
图 81: 不同机型复材占比.....	46
图 82: 复合材料产业链格局清晰、景气度高.....	46
图 83: 沈飞、中直股价表现.....	46
图 84: 沈飞、中直 PE-TTM.....	46
表 1: 2019 年个股涨跌幅前十.....	9
表 2: 2020Q1 个股涨跌幅前十.....	10
表 3: 2020Q1 公募基金军工重仓持仓市值排名.....	12
表 4: 2020Q1 公募基金加/减仓排名.....	13
表 5: 2020Q1 持股占流通市值比前十.....	13
表 6: 2020Q1 持有基金数量前十.....	14
表 7: 军工各子行业 2019 年营收增速及归母净利增速.....	16
表 8: 2019 年报及 2020 一季报预收账款（含合同负债）情况（单位：百万元）.....	29
表 9: 航天板块典型公司历年及 20Q1 预收账款（百万元，%）.....	29
表 10: 2019 年报存货情况（百万元）.....	31
表 11: 2019 年报原材料、在产品和产成品占比情况（%）.....	31
表 12: 2020 一季报存货情况（百万元）.....	31
表 13: 航天板块历年存货增速.....	32
表 14: 2019 年应付账款及应付票据情况（百万元）.....	33
表 15: 军工行业经营性现金流（单位：百万元）.....	34
表 16: 2019 及 2020Q1 军工行业经营性现金流（百万元）.....	35
表 17: 军工上市公司实施股权激励.....	40
表 18: 国资委不断加大对央企中长期激励的支撑.....	41
表 19: 部分军工央企关于中长期激励的表态.....	41
表 20: 近 2 年部分股权激励公司.....	43
表 21: 军民共用技术的典型代表.....	43
表 22: 典型军工标的当前的估值水平.....	45
表 23: 信息化公司长期增长确定性高.....	45

1. 行情回顾及机构配置

1.1. 行情回顾

2020 年初至 2020 年 4 月底，中证军工指数区间涨跌幅行业排名位列第 4 位，排名处于行业前列。再次验证了我们前述观点：军工行业受短期经济波动影响较小，全年保军任务基本不变。疫情并不会对行业基本面带来根本性变化，其业绩确定性高且部分公司估值具备吸引力。

图 1：中证军工指数区间涨跌幅行业排名第 4（2020/01/01-2020/04/30，%）



资料来源：wind、安信证券研究中心

在我们选取的公司中，2019 年涨幅前十位分别是三角防务、中简科技、中国长城、中国卫通、宏大爆破、上海瀚讯、耐威科技、和而泰、中航高科、大立科技。2019 年跌幅前十位分别为新光光电、西部超导、睿创微纳、航天宏图、新研股份、铂力特、广哈通信、长城军工、航天彩虹、振芯科技。

表 1：2019 年个股涨跌幅前十

证券代码	证券简称	性质	类型	2019 年涨幅 %	证券代码	证券简称	性质	类型	2019 年跌幅 %
300775.SZ	三角防务	国企	航空	293.32	688011.SH	新光光电	民企	航天	-40.19
300777.SZ	中简科技	民企	新材料	253.72	688122.SH	西部超导	地方国企	新材料	-38.77
000066.SZ	中国长城	国企	信息化	229.97	688002.SH	睿创微纳	民企	信息化	-24.12
601698.SH	中国卫通	国企	航天	188.78	688066.SH	航天宏图	民企	航天	-19.54
002683.SZ	宏大爆破	地方军工	兵器	132.32	300159.SZ	新研股份	民企	航空	-14.63
300762.SZ	上海瀚讯	民企	信息化	129.95	688333.SH	铂力特	民企	新材料	-14.18
300456.SZ	耐威科技	民企	信息化	112.24	300711.SZ	广哈通信	地方军工	信息化	-12.51
002402.SZ	和而泰	民企	信息化	110.06	601606.SH	长城军工	地方国企	兵器	-9.04
600862.SH	中航高科	国企	新材料	99.01	002389.SZ	航天彩虹	国企	航空	-8.84
002214.SZ	大立科技	民企	信息化	93.58	300101.SZ	振芯科技	民企	信息化	-7.81

资料来源：wind、安信证券研究中心

2020Q1 涨幅前十公司为，大立科技、爱乐达、天银机电、高德红外、亚光科技、中国卫星、航天发展、中国卫通、雷科防务、新劲刚；跌幅前十位为中国长城、博云新材、光电股份、长城军工、欧比特、长鹰信质、四创电子、海兰信、中光学、烽火电子。

表 2：2020Q1 个股涨跌幅前十

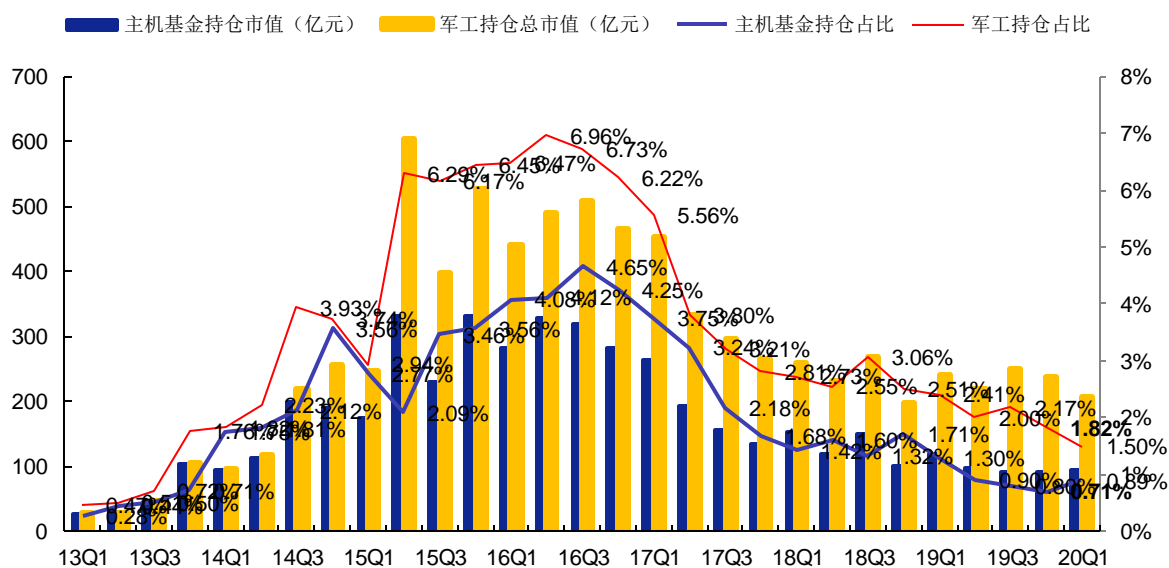
证券代码	证券简称	性质	类型	2020Q1 涨跌幅%	证券代码	证券简称	性质	类型	2020Q1 涨跌幅%
002214.SZ	大立科技	民企	信息化	83.19	000066.SZ	中国长城	国企	信息化	-23.26
300696.SZ	爱乐达	民企	航空	70.41	002297.SZ	博云新材	地方国企	新材料	-19.47
300342.SZ	天银机电	民企	信息化	65.02	600184.SH	光电股份	国企	兵器	-19.40
002414.SZ	高德红外	民企	信息化	60.71	601606.SH	长城军工	地方国企	兵器	-18.28
300123.SZ	亚光科技	民企	信息化	39.39	300053.SZ	欧比特	民企	航天	-17.55
600118.SH	中国卫星	国企	航天	36.73	002664.SZ	长鹰信质	民企	航空	-17.32
000547.SZ	航天发展	国企	信息化	31.60	600990.SH	四创电子	国企	信息化	-16.91
601698.SH	中国卫通	国企	航天	26.24	300065.SZ	海兰信	民企	船舶	-16.82
002413.SZ	雷科防务	民企	信息化	21.51	002189.SZ	中光学	国企	信息化	-16.62
300629.SZ	新劲刚	民企	新材料	20.65	000561.SZ	烽火电子	地方国企	信息化	-16.58

资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 基金持仓分析

军工板块 Q1 主动基金持仓拐点向上，持股集中度有所下降。我们根据安信军工数据库（含 123 个军工标的），对公募基金重仓持股情况进行统计，公募基金军工主动持仓依然处于五年来低位。2020Q1 公募基金重仓持股中军工持股总市值 205.6 亿元，持仓比例为 1.5%，环比下降 0.32 个百分点；主动基金重仓持股中军工持股市值为 94.26 亿元，持股比例为 0.89%，环比上升 0.18 个百分点。

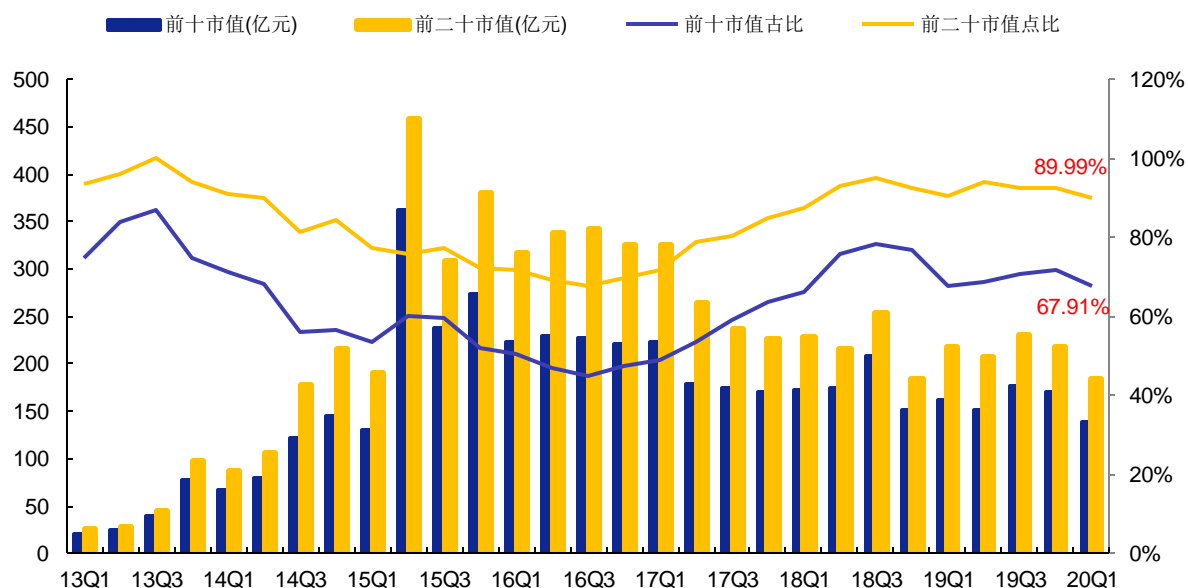
图 2：军工行业公募基金重仓持股统计



资料来源：Wind，安信证券研究中心

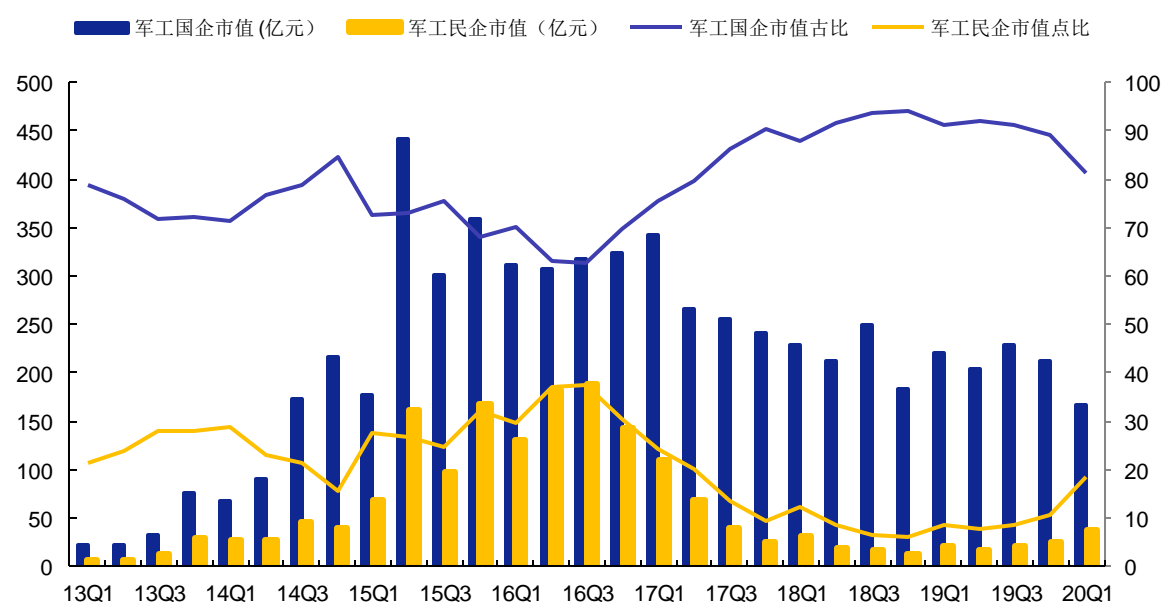
军工行业持股集中度有所下降，国企占比继续下降。重仓持仓前十占比 67.91%（Q4 重仓持仓前十占比 71.8%），Q1 持仓前二十占比 89.99%（Q4 持仓前二十占比 92.54%），持股集中度有所下降。国有企业持仓比例为 81.51%，持仓比例下降 7.79 个百分点。民参军公司持仓比例为 18.49%，环比上升。

图 3：2020Q1 军工行业基金重仓持股集中度（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2020Q1 基金军工重仓持仓结构（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2020Q1 重仓持仓前十个股为海格通信、中航光电、光威复材、航天发展、中航机电、航发动力、中航飞机、中国卫星、航天电子、中国长城。除光威复材以外全部为国企，航空板块仍是重点配置，信息化、新材料配置力度加大；相比较2019Q4 光威复材、航天发展、中国卫星、航天电子入列；内蒙一机、中国重工、中航沈飞、中直股份出列。

2020Q1 重仓持仓前十民参军个股为光威复材、应流股份、火炬电子、宏大爆破、红相股份、爱乐达、菲利华、高德红外、海兰信、电科院，相比较2019Q4，苏试试验、耐威科技、威

海广泰出列，红相股份、爱乐达、电科院入列。

表 3：2020Q1 公募基金军工重仓持仓市值排名

2020Q1 持仓前十								
序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	002465.SZ	海格通信	30	15661.39	88.35	17.67	7.36	4.16
2	002179.SZ	中航光电	39	5032.35	-616.91	17.21	4.73	-0.12
3	300699.SZ	光威复材	29	3215.52	672.10	15.91	9.97	0.09
4	000547.SZ	航天发展	50	11822.56	-327.09	15.90	9.81	0.32
5	002013.SZ	中航机电	36	21047.61	-2758.19	15.18	5.83	0.04
6	600893.SH	航发动力	34	7004.35	-554.82	14.85	3.60	-0.02
7	000768.SZ	中航飞机	19	9292.43	-1859.76	14.74	3.36	-0.03
8	600118.SH	中国卫星	18	3836.14	-423.72	11.21	3.24	0.37
9	600879.SH	航天电子	17	13560.90	-1236.75	8.64	5.61	0.07
10	000066.SZ	中国长城	14	6972.35	72.71	8.32	2.80	-0.23
2020Q1 持仓前十军工国企								
序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	002465.SZ	海格通信	30	15661.39	88.35	17.67	7.36	4.16
2	002179.SZ	中航光电	39	5032.35	-616.91	17.21	4.73	-0.12
3	000547.SZ	航天发展	50	11822.56	-327.09	15.90	9.81	0.32
4	002013.SZ	中航机电	36	21047.61	-2758.19	15.18	5.83	0.04
5	600893.SH	航发动力	34	7004.35	-554.82	14.85	3.60	-0.02
6	000768.SZ	中航飞机	19	9292.43	-1859.76	14.74	3.36	-0.03
7	600118.SH	中国卫星	18	3836.14	-423.72	11.21	3.24	0.37
8	600879.SH	航天电子	17	13560.90	-1236.75	8.64	5.61	0.07
9	000066.SZ	中国长城	14	6972.35	72.71	8.32	2.80	-0.23
10	601989.SH	中国重工	15	19441.13	-5004.36	8.18	1.06	-0.20
2020Q1 持仓前十民参军公司								
序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	300699.SZ	光威复材	29	3215.52	672.10	15.91	9.97	8.95
2	603308.SH	应流股份	13	2938.02	854.10	3.98	6.77	-9.66
3	603678.SH	火炬电子	12	1598.86	-349.05	3.57	3.53	-2.75
4	002683.SZ	宏大爆破	7	1349.08	325.58	3.04	2.22	19.73
5	300427.SZ	红相股份	12	1340.66	333.07	2.23	5.29	18.25
6	300696.SZ	爱乐达	18	496.32		1.90	10.09	70.41
7	300395.SZ	菲利华	5	651.55	-197.34	1.35	2.41	-5.07
8	002414.SZ	高德红外	8	386.24	-2.75	1.30	0.53	60.71
9	300065.SZ	海兰信	4	1147.91	44.40	1.16	3.47	-16.82
10	300215.SZ	电科院	3	799.19	-0.92	0.59	1.45	11.76

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2020Q1 加仓前十分别为航天发展、光威复材、中国卫星、中航机电、宏大爆破、红相股份、爱乐达、海格通信、航天电子、中航高科。

2020Q1 减仓前十分别为中直股份、航发控制、航天彩虹、中航沈飞、中国长城、中国重工、中航光电、中航电子、中国动力、中航飞机。

表 4：2020Q1 公募基金加/减仓排名

2020Q1 加仓前十							
序号	代码	公司名称	持股总量(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	加仓市值 (亿)	股价变动 (%)
1	000547.SZ	航天发展	11822.56	15.90	9.81	14.63	31.60
2	300699.SZ	光威复材	3215.52	15.91	9.97	11.15	8.95
3	600118.SH	中国卫星	3836.14	11.21	3.24	8.56	36.73
4	002013.SZ	中航机电	21047.61	15.18	5.83	4.34	3.89
5	002683.SZ	宏大爆破	1349.08	3.04	2.22	2.09	19.73
6	300427.SZ	红相股份	1340.66	2.23	5.29	2.05	18.25
7	300696.SZ	爱乐达	496.32	1.90	10.09	1.90	70.41
8	002465.SZ	海格通信	15661.39	17.67	7.36	1.59	4.16
9	600879.SH	航天电子	13560.90	8.64	5.61	1.39	6.52
10	600862.SH	中航高科	2103.69	2.54	1.51	0.95	9.44
2020Q1 减仓前十							
序号	代码	公司名称	持股总量(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	减仓市值 (亿)	股价变动 (%)
1	600038.SH	中直股份	992.30	4.13	1.68	-16.42	-12.83
2	000738.SZ	航发控制	0.02	0.00	0.00	-15.05	-8.72
3	002389.SZ	航天彩虹	302.61	0.34	0.51	-14.71	0.81
4	600760.SH	中航沈飞	2084.90	5.97	5.23	-13.78	-9.40
5	000066.SZ	中国长城	6972.35	8.32	2.80	-12.55	-23.26
6	601989.SH	中国重工	19441.13	8.18	1.06	-7.82	-19.66
7	002179.SZ	中航光电	5032.35	17.21	4.73	-5.29	-12.44
8	600372.SH	中航电子	1303.91	1.68	0.74	-4.97	-9.27
9	600482.SH	中国动力	0.66	0.00	0.00	-4.72	-16.50
10	000768.SZ	中航飞机	9292.43	14.74	3.36	-4.71	-3.17

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2020Q1 基金持股占流通市值比前十分别为爱乐达、光威复材、航天发展、海格通信、应流股份、中航机电、航天电子、红相股份、中航沈飞、内蒙一机。

表 5：2020Q1 持股占流通市值比前十

序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	300696.SZ	爱乐达	18	496.32		1.90	10.09	70.41
2	300699.SZ	光威复材	29	3215.52	672.10	15.91	9.97	8.95
3	000547.SZ	航天发展	50	11822.56	-327.09	15.90	9.81	31.60
4	002465.SZ	海格通信	30	15661.39	88.35	17.67	7.36	4.16
5	603308.SH	应流股份	13	2938.02	854.10	3.98	6.77	-9.66
6	002013.SZ	中航机电	36	21047.61	-2758.19	15.18	5.83	3.89
7	600879.SH	航天电子	17	13560.90	-1236.75	8.64	5.61	6.52
8	300427.SZ	红相股份	12	1340.66	333.07	2.23	5.29	18.25
9	600760.SH	中航沈飞	32	2084.90	-178.39	5.97	5.23	-9.40
10	600967.SH	内蒙一机	20	8552.48	561.97	7.79	5.06	-14.30

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2020Q1 持有基金数量前十：航天发展、中航光电、中航机电、航发动力、中直股份、中航沈飞、海格通信、光威复材、内蒙一机、中航飞机。

表 6：2020Q1 持有基金数量前十

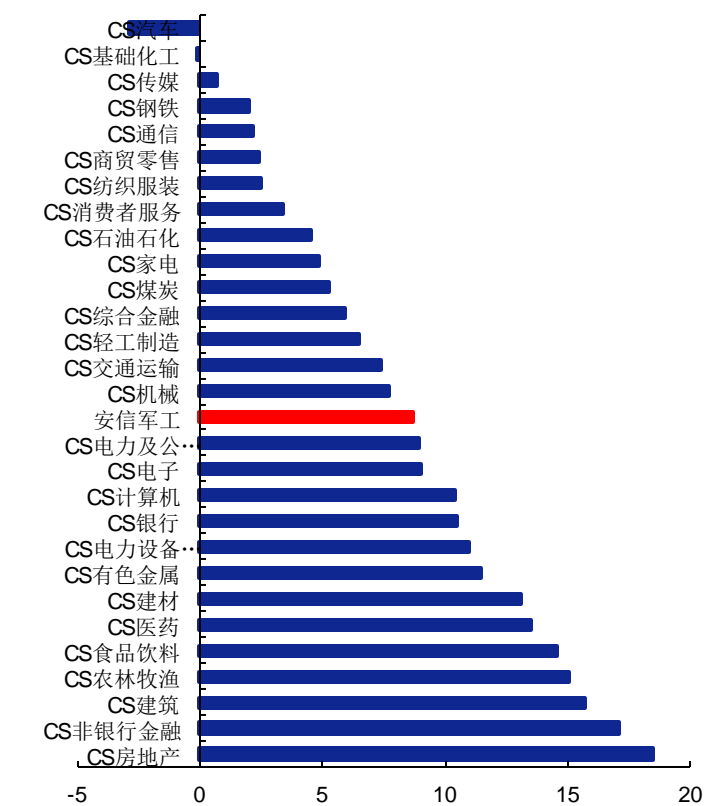
序号	公司名称	代码	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	000547.SZ	航天发展	50	11822.56	-327.09	15.90	9.81	31.60
2	002179.SZ	中航光电	39	5032.35	-616.91	17.21	4.73	-12.44
3	002013.SZ	中航机电	36	21047.61	-2758.19	15.18	5.83	3.89
4	600893.SH	航发动力	34	7004.35	-554.82	14.85	3.60	-2.21
5	600038.SH	中直股份	34	992.30	-151.19	4.13	1.68	-12.83
6	600760.SH	中航沈飞	32	2084.90	-178.39	5.97	5.23	-9.40
7	002465.SZ	海格通信	30	15661.39	88.35	17.67	7.36	4.16
8	300699.SZ	光威复材	29	3215.52	672.10	15.91	9.97	8.95
9	600967.SH	内蒙一机	20	8552.48	561.97	7.79	5.06	-14.30
10	000768.SZ	中航飞机	19	9292.43	-1859.76	14.74	3.36	-3.17

资料来源：Wind，安信证券研究中心

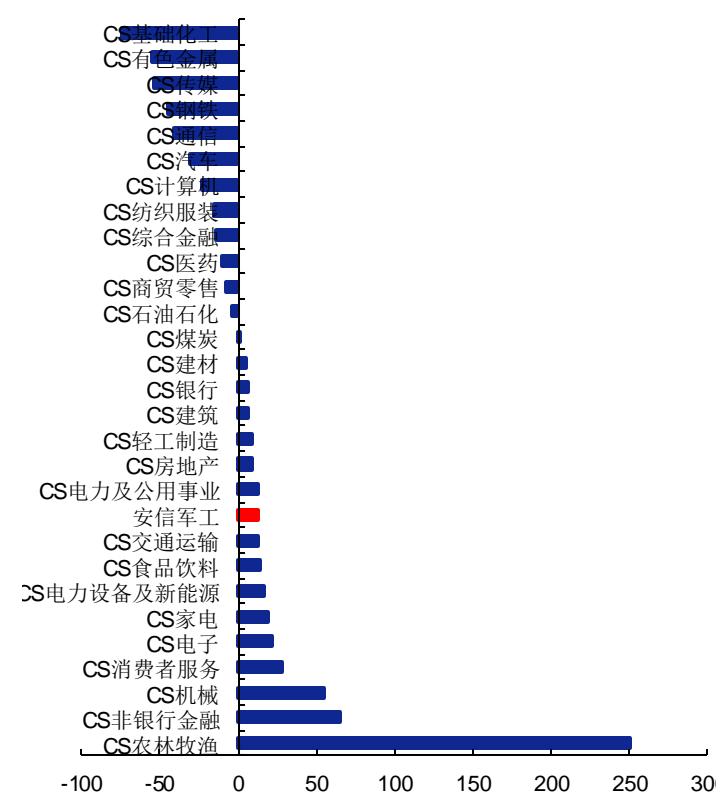
2. 利润表：19 年整体业绩稳健增长，预计 20 年全年不受疫情影响

2.1. 军工行业整体稳健增长，20 年受疫情影响小

我们本次利润表分析的样本为：剔除军品业务占比较低、大幅计提商誉、减值影响较大、ST 公司、以及因非经营因素导致业绩对整体板块影响较大的公司，选取有足够代表性的 91 家公司来分析。2019 年，军工行业在 A 股 29 个行业中，收入增速排在第 14 位、归母净利增速排在第 10 位，处于中部靠前位置。

图 5：2019 年军工行业营收增速排名第 14 位


资料来源：wind，安信证券研究中心

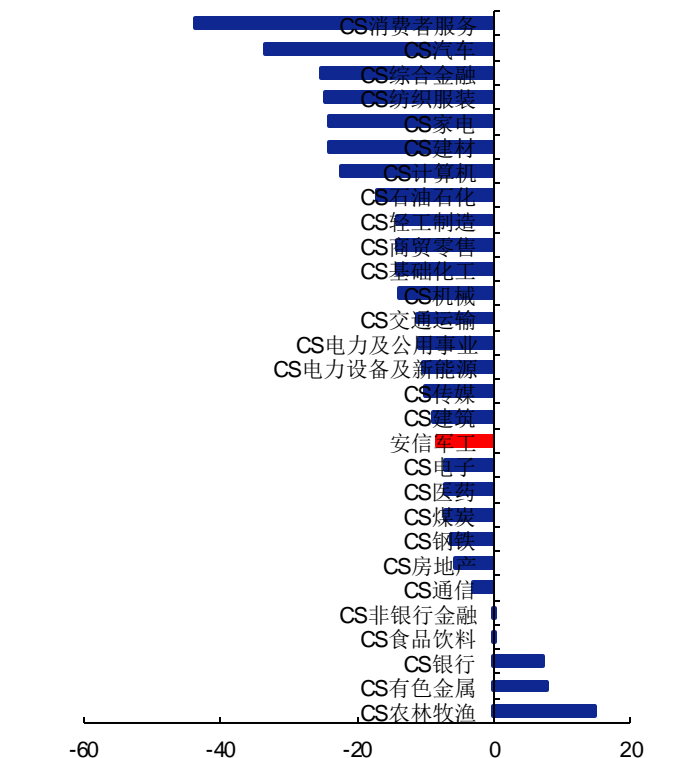
图 6：2019 年军工行业归母净利增速排名第 10 位


资料来源：wind，安信证券研究中心

2020Q1 军工行业在 A 股 29 个行业中，收入增速排在第 12 位、归母净利增速排在第 5 位，处于前部位置，我们在前期多次强调，军工行业受短期经济波动影响较小。虽部分公司 Q1

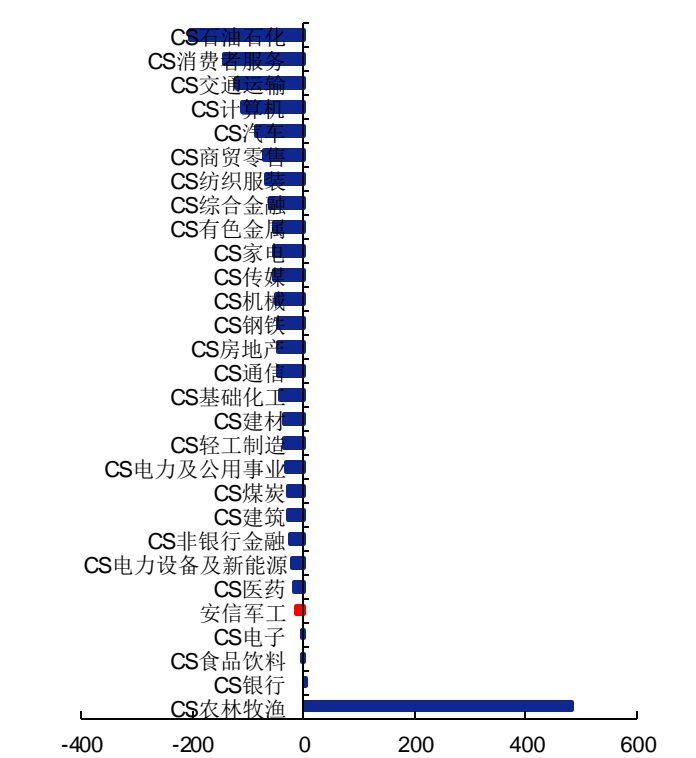
因疫情造成原材料供应滞后及订单确认延后并导致一定业绩影响，但 Q1 占全年比重较小，且产品交付可通过加班加点方式弥补，疫情并不会对行业基本面带来根本性变化，其业绩确定性高且部分公司估值具备吸引力，关注行业潜在的投资机会。

图 7：2020Q1 军工行业营收增速排名第 12 位



资料来源：wind、安信证券研究中心

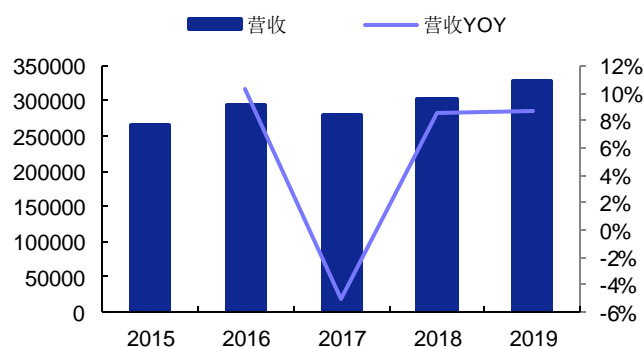
图 8：2020Q1 军工行业归母净利润增速第 5 位



资料来源：wind、安信证券研究中心

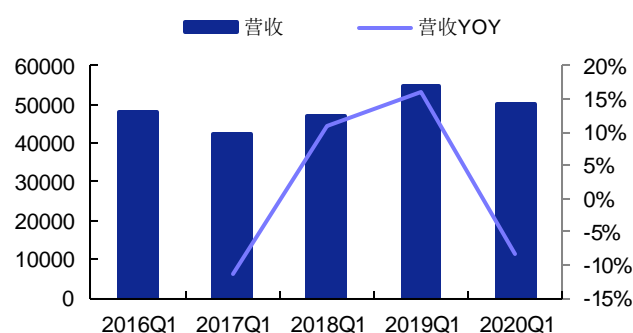
受军品订单及回款改善、军工企业均衡生产等因素影响，军工行业 2019 年整体业绩稳健增长；疫情影响部分企业 20Q1 生产和交付进度，但预计全年不受疫情影响。我们选取军工行业 123 家军工企业，并将军品业务占比较低、大幅计提商誉、减值影响较大、ST 公司、以及因非经营因素导致业绩对整体板块影响较大的公司剔除，得到最终 91 家公司，利用整体法统计得出，军工行业 2019 年合计实现营收（3287.12 亿，同比增长 8.68%），归母净利润（207.79 亿，+12.27%），19 年业绩继续稳健增长。由于政府补贴，中航沈飞 20Q1 净利润同比增加 4 亿元，对行业影响较大，剔除中航沈飞后，2020Q1 营收（501.70 亿元，-8.33%），小幅下降，Q1 归母净利润（23.54 亿，-13.82%），主要系部分公司一季度生产交付进度受到疫情影响。由于军工行业需求端不受疫情影响、且一季度占比较小，预计全年业绩不受疫情影响，将继续保持稳健增长。

图 9：军工行业近五年年报营收及增速（百万元，%）



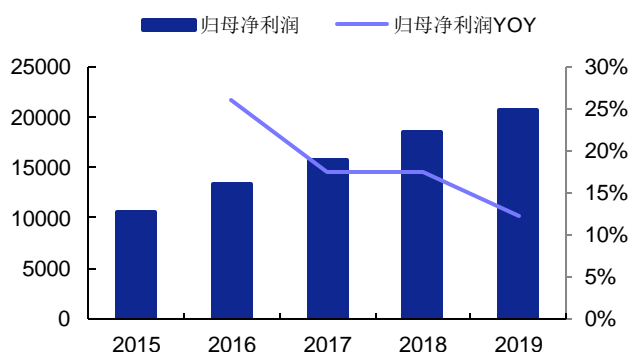
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：军工行业近五年 Q1 营收及增速（百万元，%）



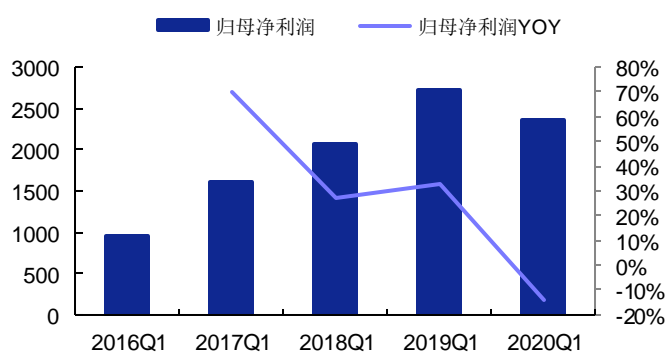
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：军工行业近五年年报净利润及增速（百万元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：军工行业近五年 Q1 净利润及增速（百万元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

分子行业看，航空、新材料、信息化业绩增长高于行业整体。2019 年同比口径统计，军工 6 个子行业中，航空装备子行业上市资产多，收入基数大、2019 年航空增长稳健，均衡生产力度有所加强；航天子行业军品上市资产占比较少，若剔除欧比特去年大幅亏损影响，营收及归母净利润增速分别为 3.43%、6.22%；船舶子行业 19 年业绩继续下滑，处于底部复苏阶段；信息化装备子行业营收占军工行业整体 17.3%，但归母净利占 32.99%，反映出该信息化装备净利率水平高，军工信息化则细分行业表现分化，19 年业绩增速普遍较快。各主要子行业的收入利润增速情况详见下文。

表 7：军工各子行业 2019 年营收增速及归母净利增速

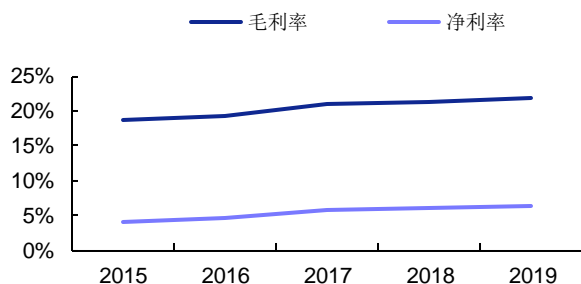
	航空	航天	兵器	新材料	信息化	船舶
营收增速	11.35%	3.18%	3.08%	15.30%	8.43%	3.17%
归母净利润增速	22.28%	-12.03%	-15.95%	29.35%	15.93%	-11.55%

资料来源：wind，安信证券研究中心

军工板块整体盈利能力继续提升，继续加大研发投入，提质增效效果明显。军工板块毛利率加速增长，但净利率增幅小于毛利率增幅，主要系期间费用率的增加。2019 年度毛利率

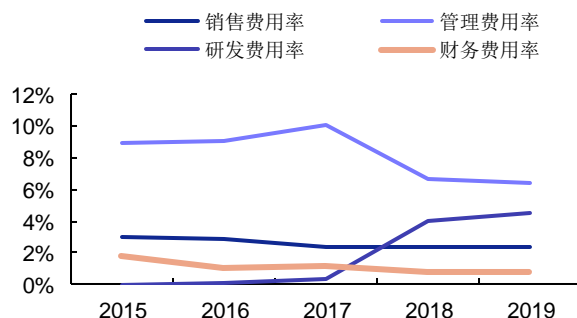
21.83%，同比上升 0.45 个百分点，净利率 6.32%，同比提升 0.2 个百分点，2019 年期间费用率 14.04%，同比提升 0.22 个百分点，主要为研发费用率同比提升 0.43 个百分点导致。军工板块净利率增幅小于毛利率增幅，表观看是期间费用率有所提升，但是拆分来看主要为研发费用率的提升所致，反映出十三五期间我国武器装备发展迅速，预先研究及新型装备研制有加速态势，军工企业为提高本身行业内竞争力，相应加大研发投入，提高中长期业绩弹性。2019 年其他费用率呈现持平或下降趋势，反映军工行业上市公司尤其是国企提质增效效果显现，导致相应期间费用有所下降。

图 13：军工行业近五年年报毛利率及净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

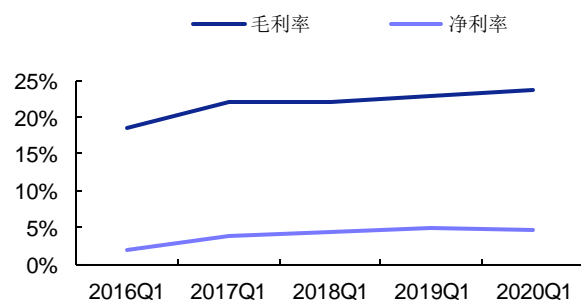
图 14：军工行业近五年年报期间费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

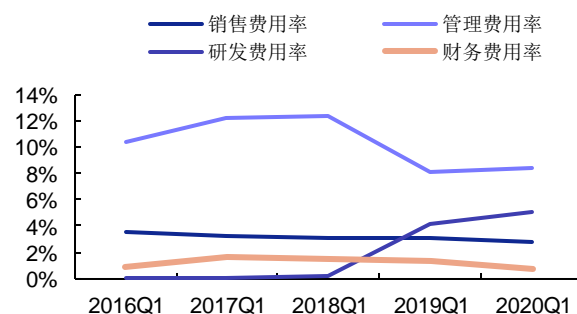
20Q1 盈利能力持续提升，继续加大研发投入。2020Q1 毛利率 23.66%，同比上升 0.91 个百分点，净利率 4.69%，同比下降 0.3 个百分点。毛利率提升而净利率下滑，主要系期间费用率的提升，2020Q1 期间费用率 17.11%，同比提升 0.57 个百分点，其中研发费用率同比提升 0.86 个百分点。2020 年为十三五规划最后一年，军工行业持续加大研发投入，未来业绩有保障。

图 15：军工行业近五年 Q1 毛利率及净利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

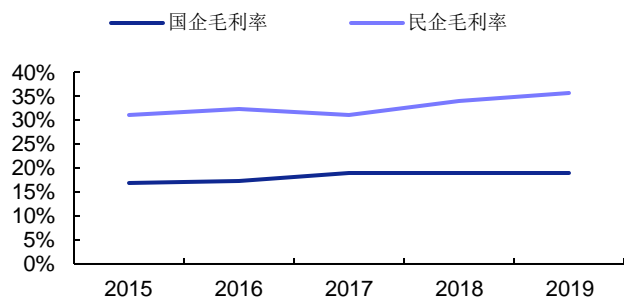
图 16：军工行业近五年 Q1 期间费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心

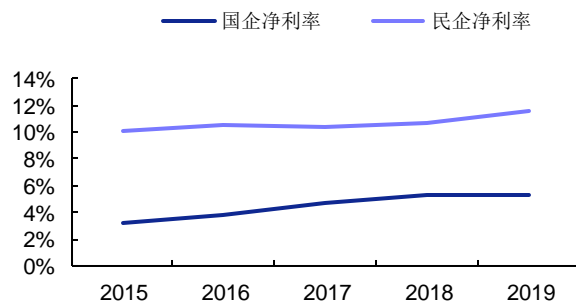
从国企和民企来看，国企毛利率和净利率都呈现上升趋势，民企公司有望迎来戴维斯双击。2019 年国企毛利率小幅提升 0.08 个百分点至 18.99%，净利率提升 0.03 个百分点至 5.28%；民企毛利率和净利率都显著高于国企，2019 年民企毛利率 35.96%，同比提升 1.86%，净利率 11.51%，同比提升 0.88 个百分点，毛利率和净利率都是近五年最高水平。民营企业此前因商誉减值、股权质押等导致市场担忧，估值下杀到底部，随着军改削弱等带来基本面好转，订单开始逐渐恢复，民参军公司有望迎来戴维斯双击。

图 17: 军工行业国企、民企历年毛利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 18: 军工行业国企、民企历年净利率

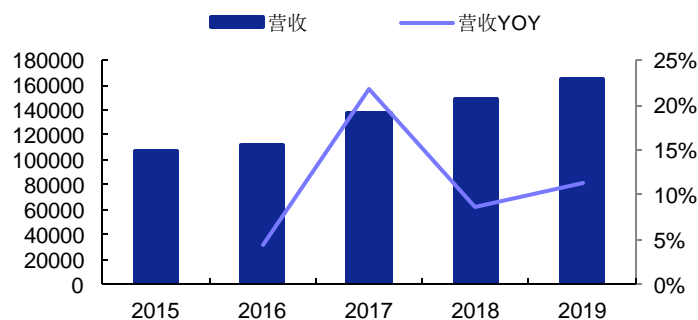


资料来源: wind, 安信证券研究中心

2.2. 航空: 板块增长稳定, 主机厂继续稳定增长

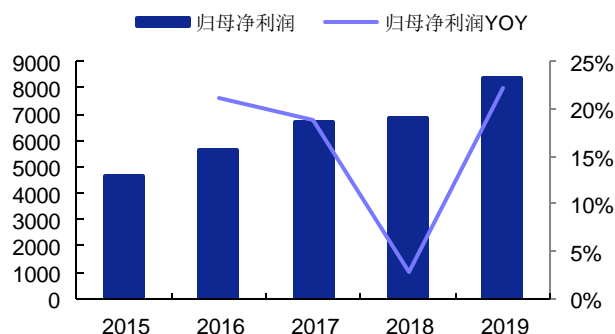
2019 年航空板块营收 (1653.93 亿, +11.35%), 实现了营收的平稳增长; 归母净利润 (83.93 亿, +22.28%), 净利润增速显著高于营收增速。板块营收增长主要来自中航沈飞 (+17.91%)、中直股份 (+20.89%)、航发动力 (+9.13%)、洪都航空 (82.8%)、中航光电 (+17.18%)、航发科技 (+43.11%)。板块净利润增长主要来自全信股份 (-154.29%, 由负转正增加 3.9 亿)、航发科技 (-107.45%, 由负转正增加 3.26 亿)、华伍股份 (-178.66%, 由负转正增加 1.78 亿)、中航沈飞 (+18.1%)、中航光电 (+12.3%)。

图 19: 航空板块历年营收及同比增速 (百万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

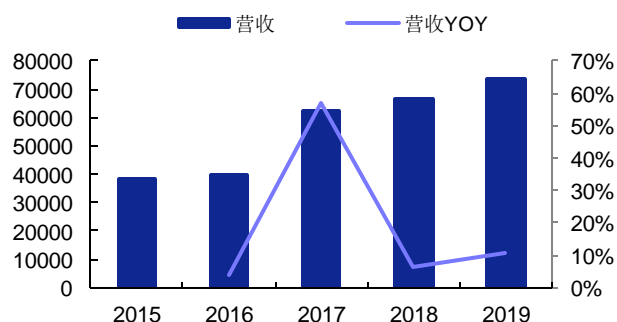
图 20: 航空板块历年归母净利及同比增速 (百万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

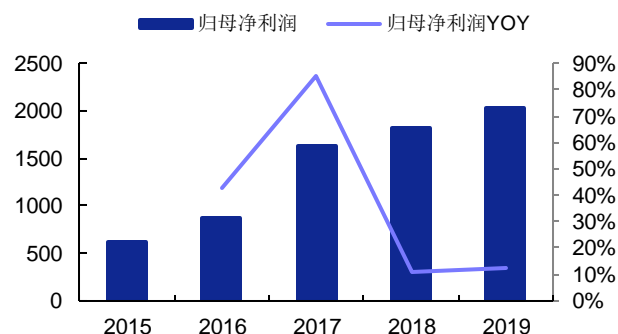
航空主机厂继续稳定增长, 零部件企业同样表现稳健。航空工业集团尤其是主机厂, 近两年大力推进均衡化生产, 中航沈飞、中直股份等全年营收利润稳定增长。2019 年航空主机厂合计营收 (738.54 亿, +10.75%), 归母净利润 (20.35 亿, +12.32%), 其中中航飞机、中直股份、中航沈飞营收和利润全部实现正增长, 营收增幅分别为 2.5%、20.89% 和 17.91%; 归母净利润增幅分别为 1.9%、15.3% 和 18.1%, 其中沈飞、中直股份业绩增长来自于航空典型装备如歼-16、直-20 等航空产品的旺盛需求, 此外军机重要配套发动机厂商航发科技扭亏为盈、航发动力继续稳定增长; 中航光电、中航机电等上游国企零部件企业增速也基本与行业增速一致。

图 21：航空主机厂历年营收及同比增速（百万元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

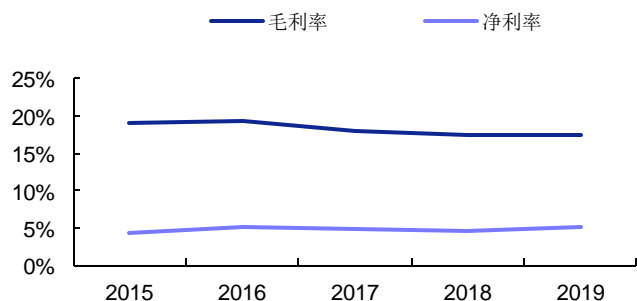
图 22：航空主机厂历年归母净利润及同比增速（百万元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

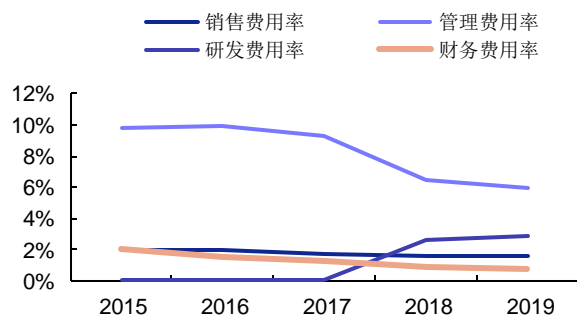
提质增效成果显著，期间费用率大幅降低。受上游材料涨价影响，航空板块毛利率 17.33%，小幅下降 0.04 个百分点，其中航空主机厂毛利率小幅提升 0.01 个百分点。航空板块期间费用控制良好，在研发费用率提升 0.23 个百分点的情况下，由于销售费用率、管理费用率和财务费用率都有所改善，期间费用率反而下降 0.36 个百分点，因此航空板块净利润率由 4.62% 提高至 5.07%，其中航空主机厂净利率由 2.72% 提升至 2.76%。近年来，航空工业集团推进“瘦身健体、提质增效”，大力控成本、降费用、压支出，取得了较为明显的效果。

图 23：航空板块历年毛利率及净利率



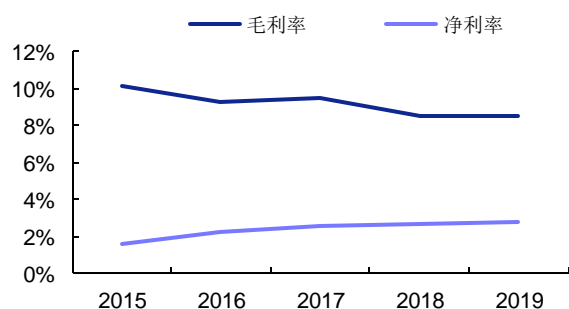
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 24：航空板块历年期间费用率



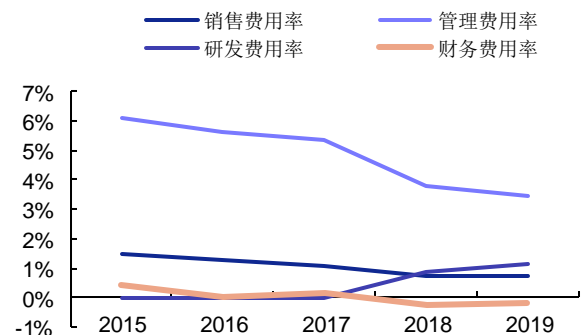
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 25：航空主机厂历年毛利率及净利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

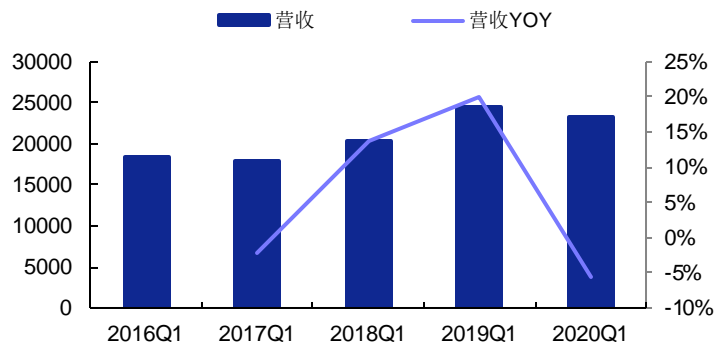
图 26：航空主机厂历年期间费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心

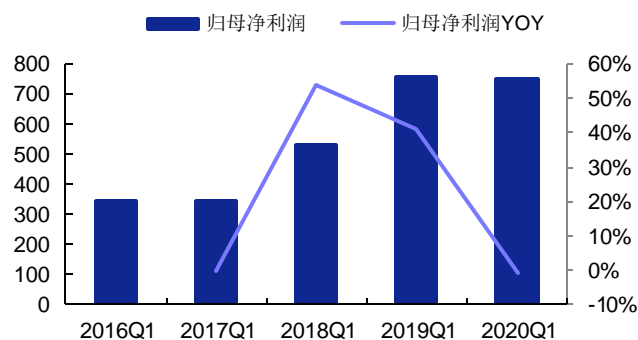
2020 年一季度来看，生产交付进度受到疫情影响。一季度中航沈飞由于政府补贴导致归母净利润同比增加 4 亿元，对板块影响较大。剔除中航沈飞后，2020Q1 营收（231.85 亿，-5.6%），营收同比下降。归母净利润（7.47 亿，-0.89%），同比基本持平。

图 27：航空板块历年 Q1 营收及同比增速（百万元，%）



资料来源：wind、安信证券研究中心，剔除中航沈飞

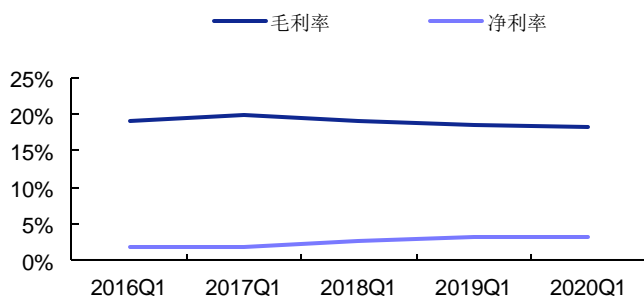
图 28：航空板块历年 Q1 净利润及同比增速（百万元，%）



资料来源：wind、安信证券研究中心，剔除中航沈飞

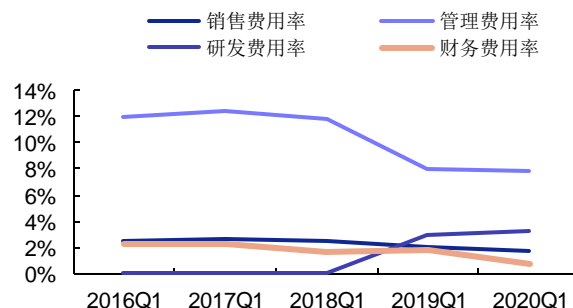
2020Q1 航空板块毛利率 18.25%，小幅下降 0.18 个百分点，但期间费用大幅缩减 1.14 个百分点，导致净利润率由 3.07% 提高至 3.22%；期间费用率来看，其中管理费用率 7.76%，降低 0.22 个百分点；销售费用率 1.69%，降低 0.37 个百分点，财务费用率 0.79%，下降 0.96 个百分点，研发费用率 2.91% 提升至 3.31%。

图 29：航空板块历年 Q1 毛利率及净利率



资料来源：wind、安信证券研究中心，剔除中航沈飞

图 30：航空板块历年 Q1 期间费用率

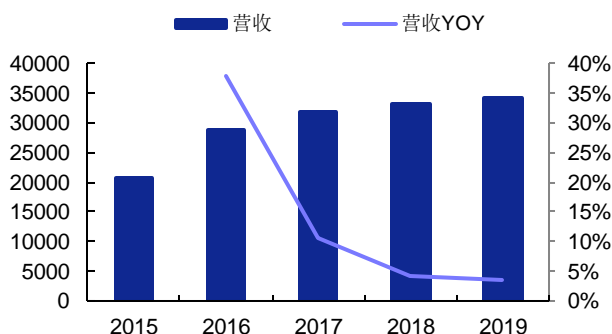


资料来源：wind、安信证券研究中心，剔除中航沈飞

2.3. 航天：航天强国建设提速，19 年业绩同比改善，Q1 业绩受疫情影响较大

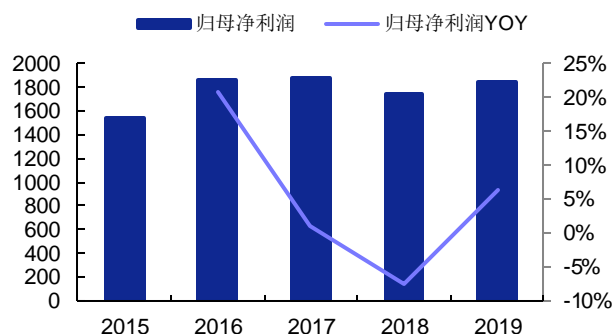
航天板块 2019 年营收及净利润均有增长，符合整体行业增速。航天板块中欧比特 2019 年净利润-2.34 亿，同比下降 3.29 亿元，对板块影响较大，剔除欧比特后，2019 年航天板块营收（341.94 亿，+3.43%），归母净利润（18.47 亿，+6.22%），营收和利润都实现平稳增长，符合整体行业增速。据航天科技集团对外公布，2019 年，中国实现 34 次宇航发射，高密度发射任务呈常态化。2020 年航天科技集团计划实施 40 次以上的宇航发射任务，高密度发射任务继续增加，两大航天集团承接我国绝大部分导弹型号总体任务，我们预计，2020 年我军实战化军事训练仍将维持从难从严的常态化；实战化训练频率和强度提高，将导致武器装备尤其是导弹等消耗品等需求增加。

图 31：航天板块历年营收及同比增速（百万元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心，剔除欧比特

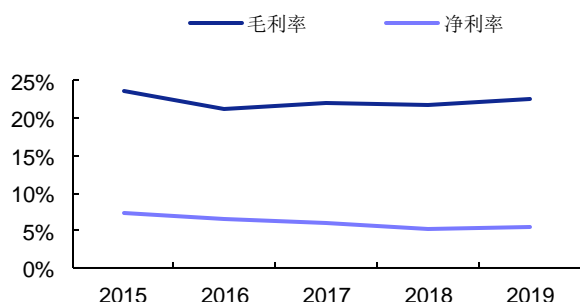
图 32：航天板块历年归母净利及营收增速（百万元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心，剔除欧比特

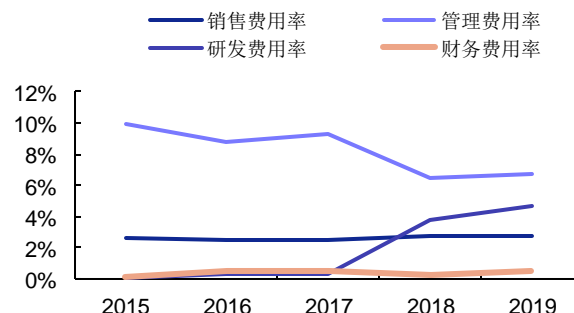
航天板块盈利能力有所提升，研发投入不断加大。航天板块 2019 年毛利率 22.64%，较去年同期提高了 0.79 个百分点，净利率 5.4%，较去年同期提高了 0.14 个百分点，净利率提高略小于毛利率，主要原因是 2019 年板块期间费用率 14.68%，较去年上升 1.56 个百分点，主要系公司均不同程度加大了研发费用，研发费用同比增长 28.13%，研发费用率提升 0.89 个百分点。管理费用率、销售费用率和财务费用率则基本持平。

图 33：航天板块历年毛利率及净利率



资料来源：wind，安信证券研究中心，剔除欧比特

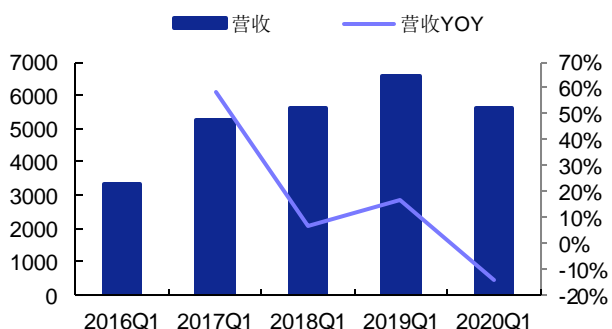
图 34：航天板块历年期间费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心，剔除欧比特

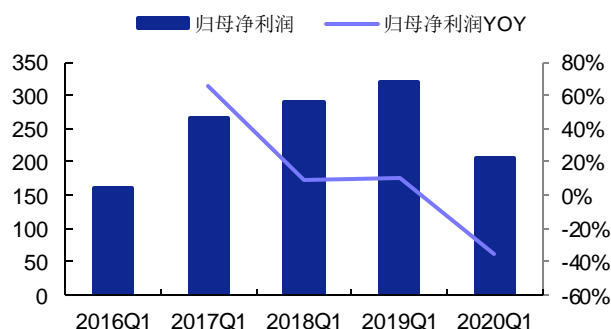
航天板块 2020Q1 实现营收（56.20 亿元，同比减少 14.51%），实现归母净利（2.07 亿，同比下降 35.7%），仅星网宇达和航天宏图实现了利润的增长，主要原因是疫情影响生产和交付进度，航天板块公司业绩出现下滑。

图 35：航天板块近五年 Q1 营收及同比增速（百万元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 36：航天板块近五年 Q1 净利润及同比增速（百万元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

国家首次把卫星互联网纳入新基建范围，国内星网推进更进一步，带来宇航领域新的巨大增量。国家首次把卫星互联网纳入新基建范围。4月20日，国资委和国家发展改革委同时召开经济运行例行发布会。国家发改委创新和高技术发展司司长伍浩表示，新基建中的“信息基础设施”主要是指基于新一代信息技术演化生成的基础设施，比如，以5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等。我们在此前1月20日发布的《低轨卫星星座系统，新一代的信息技术设施建设》和2月8日发布的《钢铁侠的下一站：空天互联网》也提到低轨卫星星座系统，可视为新一代信息技术基础设施建设。

国内星网推进更进一步，带来宇航领域新的巨大增量。构建一个全球卫星互联网系统于军提升国防安全，于民未来经济效益显著。整合现有的卫星星座，构建一个建设与运营于一体，具备统一标准、统一规划的，并且市场化运作的星座是趋势所在，届时将与国外SpaceX、OneWeb等同台竞技。按照目前我们汇总的公开披露的由国家队建设的星座计划，未来至少需要1000颗以上的卫星进行组网，此外考虑到地面端、应用端的布局，将是宇航领域新的巨大增量。我们按照1000颗卫星星座规模测算，单颗卫星造价3000万元/颗，国内卫星制造领域市场规模有望增加300亿；按照单位重量发射约10-15万，卫星发射市场预计增加300亿，同时占比20%左右的地面段设备及运营大致也需要200亿+，按此估算，新增的星座组网建设投入规模约800亿。此外，小卫星的寿命一般在5-8年，星座组网完成后要维持星座运营还需要不停发射补网卫星，预计每年补网的硬投入也在100亿元以上。后期的卫星应用及运营服务则是一个更大的市场，按照SIA发布的报告，投入产出比1:10，预计未来应用市场预计可达1万亿。

卫星制造端率先受益，卫星互联网星座应用瞄准庞大民用市场

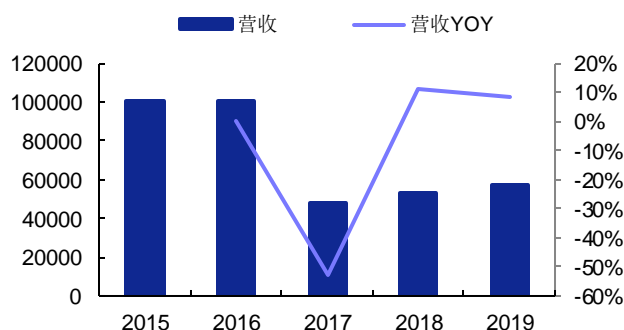
卫星制造端率先受益，选择卡位业绩有望实际受益的公司。国内卫星制造产业整体以国家队为主，包括航天科技集团五院、航天科技八院、中科院微小卫星创新研究院、航天科工集团二院等，商业卫星公司踊跃参与，如银河航天、长光卫星等，建议关注卫星制造投入给相关产业链包括整机、分系统及零部件的公司，建议关注【中国卫星】（航天科技五院旗下上市公司、五院小卫星整机厂以及部分卫星部件及应用业务）、【天银机电】（旗下天银星际的星载敏感器具有较高市场占有率）、【航天电子】（航天电子领域国家队，在卫星遥测及数传、宇航微电子方面具备领先地位）、【航天电器】（军用连接器核心骨干企业，宇航级连接器领域优势突出）、【全信股份】（卫星及运载火箭宇航信号线产品市占率高企）、【亚光科技】（具备宇航微波器件生产线，为重要卫星总体单位供应射频微波器件）等。

卫星互联网星座应用则瞄准庞大民用市场，未来天基+地面互联网融合，形成天地一体化信息技术网络。卫星应用及运营服务是一个更大的市场，按照SIA评估航天投入产出比是1:10，未来卫星互联网拉动的应用市场规模预计可达1万亿。国内卫星应用关注卫星终端、卫星应用服务等，卫星服务运营以资质管理为主，卫星终端则关注未来终端用户的拓展，相关上市公司关注【中国卫通】（卫星空间段运营及相关应用服务）、【星网宇达】（已突破基于低轨卫星的微波天线、射频终端、波束跟踪、卫星波束无缝切换等核心关键技术，卫星应用潜在受益）等。

2.4. 信息化：因军改影响削弱存在业绩弹性，盈利能力持续向好

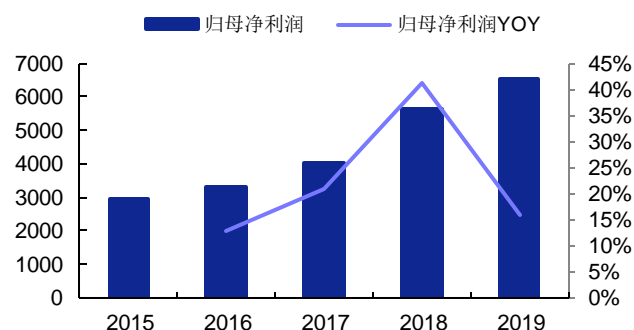
信息化板块伴随军改逐步落地，存在一定业绩弹性。信息化板块 28 家标的 2019 年实现收入增长 8.43%，其中振华科技（主动压缩低毛利的手机代工等业务，收入下降 26.80 亿元）影响较大，若剔除振华科技影响，则信息化板块收入增长 12.90%。2019 年实现归母净利润增长 15.93%，增速同比减缓主要因振芯科技（全额计提参股公司长期股权投资）利润下滑 71.63%、华力创通（计提资产减值 2.19 亿元）利润下滑 224.97%、四创电子（非经常性损益较 2018 年大幅减少）利润下滑 56.83% 所致。

图 37：信息化历年营收情况（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

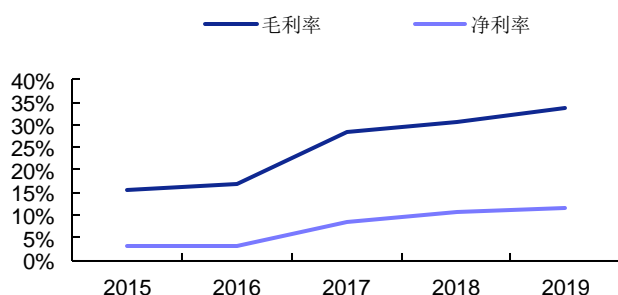
图 38：信息化板块历年归母净利润情况（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

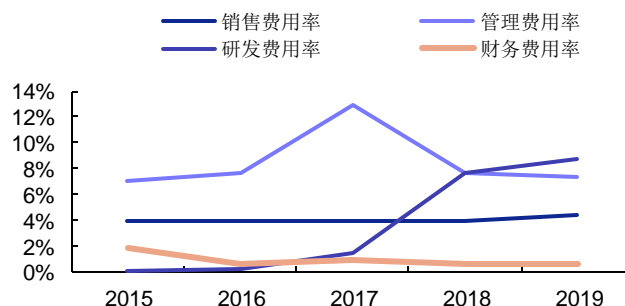
信息化板块毛利率净利率稳步提升，盈利能力持续向好。2019 年信息化板块毛利率提升 3.29pct 至 33.83%，提升或主要源于板块部分公司优化改善产品结构，聚焦主业逐步剥离低毛利率非主业所致；净利率提升 0.75pct 至 11.49%，净利率提升相对低于毛利率或主要因行业费用率提升较多，其中，销售费用率提升 0.41pct 至 4.37%、研发费用率提升 1.01pct 至 8.74%，管理费用率及财务费用率则基本持平。

图 39：信息化板块历年毛利率净利率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

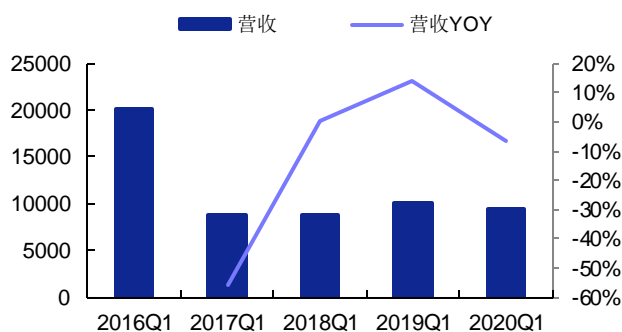
图 40：信息化板块历年费用率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

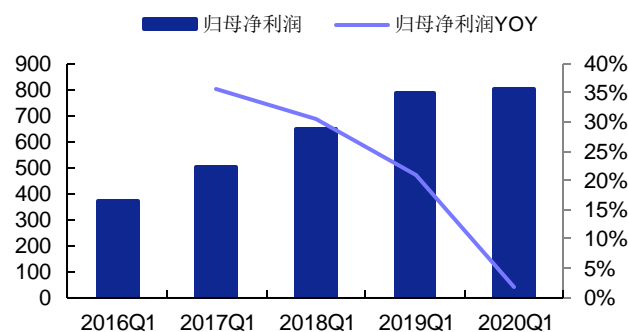
2020Q1 信息化板块实现营业收入（94.27 亿元，-6.66%），Q1 行业收入出现下滑或主要源于疫情导致销售收入确认推迟等原因，实现归母净利润（8.00 亿元，+1.89%）主要受中国长城归母净下滑 3.34 亿元影响，若剔除中国长城，则增长 47.53%。此外，2020Q1 红外类企业高德红外、大立科技及睿创微纳因疫情带动红外测温产品需求大幅增长，归母净均实现较大幅度增长，分别为 2561.04%、880.81%及 265.87%。

图 41: 信息化板块历年 Q1 营收情况 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

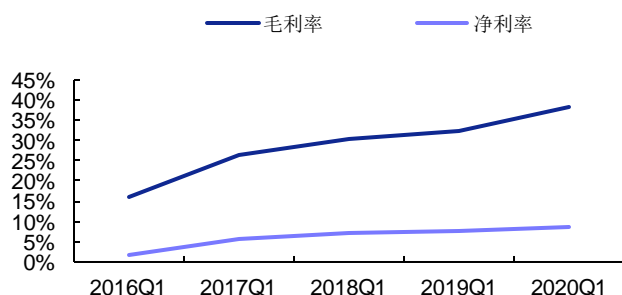
图 42: 信息化板块历年 Q1 归母净情况 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

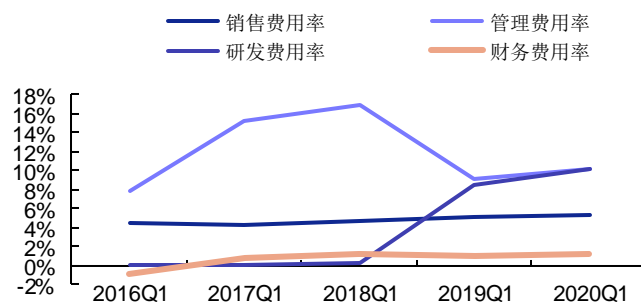
2020Q1 盈利能力继续保持稳步提升。其中毛利率提升 5.97pct 至 38.45%，提升幅度较大主要因部分企业 Q1 确认收入产品毛利率同比提升及高毛利率产品占比提升所致；Q1 净利率提升 0.71pct 至 8.48%，净利率提升幅度低于毛利率或主要因 Q1 费用率均出现增长，销售费用、管理费用及研发费用分别增长 0.08pct、0.92pct、1.83pct 及 0.32pct。

图 43: 信息化板块历年一季度毛利率净利率情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 44: 信息化板块历年一季度费用率情况

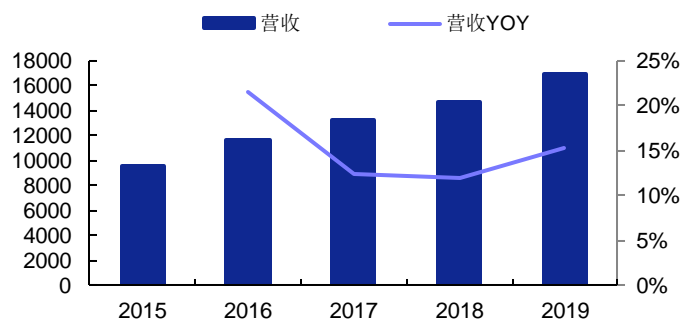


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.5. 新材料：收入利润继续保持增长，行业景气度向好

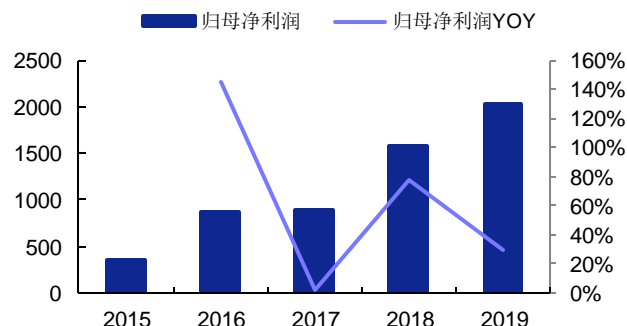
新材料板块收入利润稳步提升，反映行业景气度持续上行。2019 年新材料板块实现收入 (170.13 亿元, +15.30%)，民参军企业增长较为明显，如钢研高纳、光威复材等，分别实现收入增长 62.05%；2019 年实现归母净利润 (20.32 亿元, +29.35%)，其中中航高科、光威复材、钢研高纳等贡献显著，分别增长 81.41%、38.56%、45.84%，后续伴随我军新机型逐步列装及复材占比提升，以及国产发动机国产替代趋势，有望继续保持增长态势。

图 45: 新材料板块历年收入情况 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

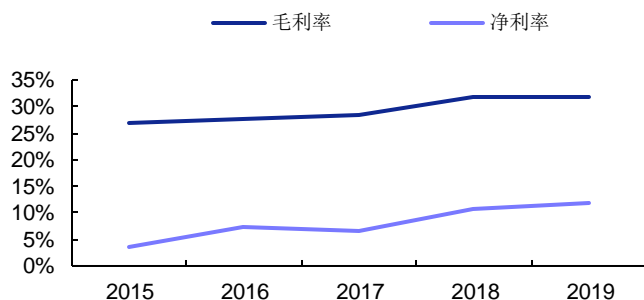
图 46: 新材料板块历年归母净利润情况 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

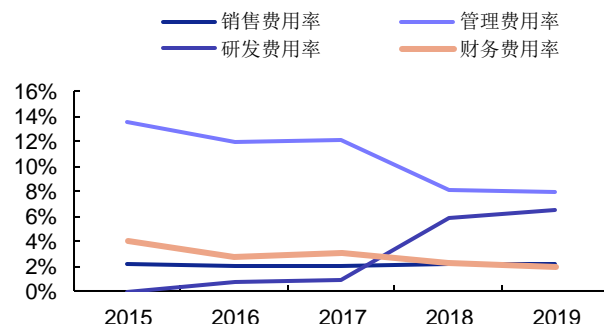
毛利率基本保持稳定,净利率稳中有升。2019 年新材料板块毛利率 31.79%, 同比下滑 0.15pct, 基本保持平稳, 净利率提升 1.29pct 至 11.94%, 或主要源于费用率同比改善显著, 其中销售费用、管理费用及财务费用分别减少 0.08pct、0.19pct 及 0.20pct。

图 47: 新材料板块历年毛利率净利率情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

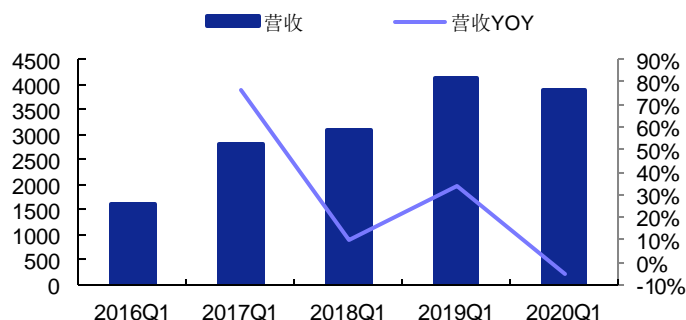
图 48: 新材料板块历年费用率情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

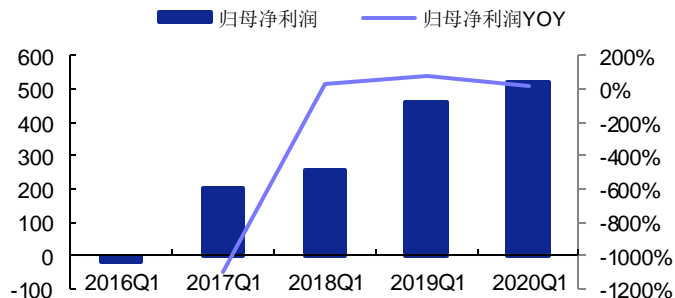
2020Q1 新材料板块收入同比下滑, 归母净保持增长。Q1 新材料板块实现收入(39.09 亿元, -5.57%), 或源于疫情导致部分企业复工复产推迟, 及销售收入确认受到影响所致; 实现归母净利润(5.21 亿元, 同比增长 13.48%), 但若剔除新劲刚(因 Q1 将宽普科技并表导致归母净利润增长 29724.91%), 则实现增长 9.96%, 2020Q1 增长主要源于中航高科因确认收入产品结构变化, 高毛利率产品占比增加带动归母净同比增长 62.68%。

图 49: 新材料板块历年 Q1 收入情况 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

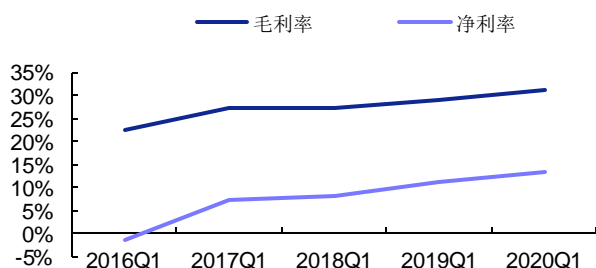
图 50: 新材料板块历年 Q1 利润情况 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

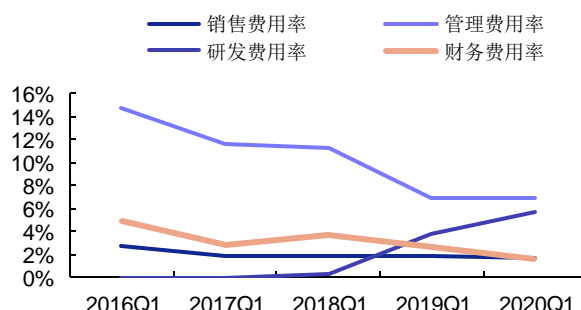
Q1 毛利率净利率提升显著。一季度新材料板块毛利率提升 2.31pct 至 31.15%，主要源于中航高科、光威复材及钢研高纳 Q1 毛利率同比大幅提升所致；净利率提升 2.24pct 至 13.14%，主要因毛利率大幅提升且费用率持续改善所致。

图 51：新材料板块历年毛利率净利率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 52：新材料板块历年费用率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

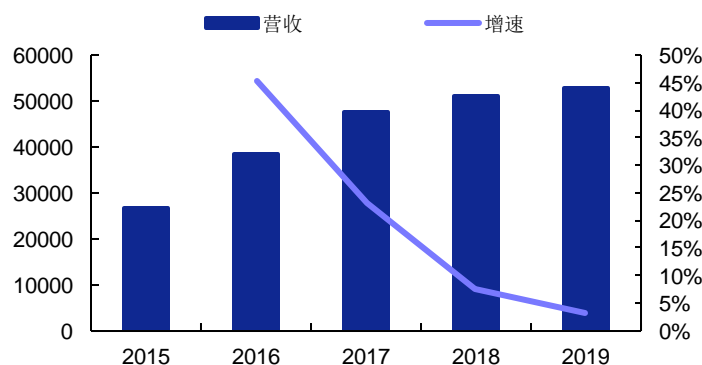
2.6. 兵器：稳定发展、长期投入

收入端持续改善。2019 年兵器板块实现收入（528.21 亿元，+3.08%），2020Q1 同比下滑 13.95%。2019 年兵器行业收入贡献较大标的有内蒙一机（占兵器板块收入比 23.47%），表明虽然陆军装备平稳发展，但仍有侧重，“十九大”报告中提出“确保 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展”，即是对陆军也是对陆军装备生产单位提出的明确节点性要求，陆军地面装甲龙头内蒙一机营收占比最大；凌云股份（占比 21.80%），其主要生产汽车零部件和市政工程塑料管道系统，是兵器集团下军民融合核心标的。

2020Q1 收入同比出现下滑主要因凌云股份受疫情影响，汽车行业各主机厂停工停产导致订单减少，收入同比下滑 21.58%；豪泰科技受疫情影响供应链受阻，生产及交付进度延后导致收入下滑 46.07%。

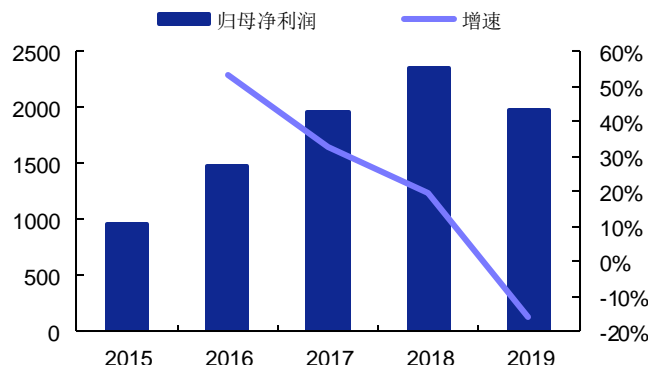
兵器板块 2019 年归母净利润下滑 15.95%，主要源于凌云股份利润大幅下滑所致。2019 年凌云股份因汽车行业持续下行，行业结构调整导致公司部分产品盈利能力降低，公司整体盈利能力下滑，2019 年亏损 6983.83 万元，同比下滑 125.67%。2020Q1 因受疫情影响，兵器板块归母净利润下滑 13.95%。

图 53：兵器板块历年营收情况（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

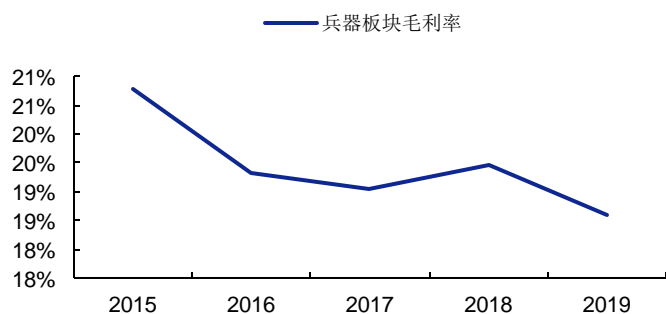
图 54：兵器板块历年归母净利润情况（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

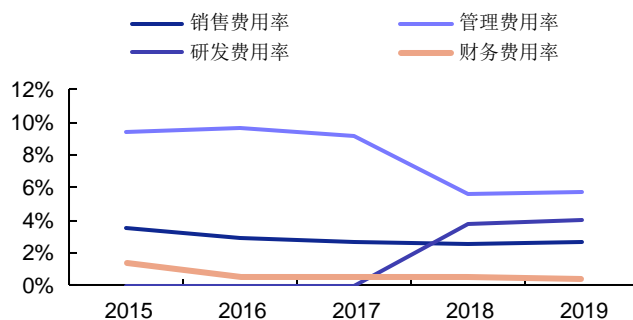
兵器板块毛利率出现下滑，三费费率水平平均相对较为平稳。毛利率角度，2019 年兵器板块毛利率为 18.61%，同比下滑 0.84pct；2019Q1 毛利率为 17.46%，同比下滑 1.46pct，毛利率逐步下滑或主要源于对毛利贡献较大的凌云股份受汽车行业下行及自身产品盈利能力削弱影响所致。三费费率角度，2019 年，兵器板块销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别变动+0.1pct、+0.16pct、+0.22pct、-0.21pct，呈现逐渐趋于平稳态势。

图 55：兵器板块历年毛利率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 56：兵器板块历年费用率情况

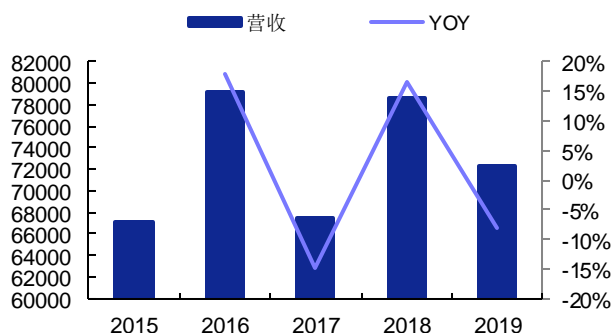


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.7. 船舶：处于底部复苏阶段

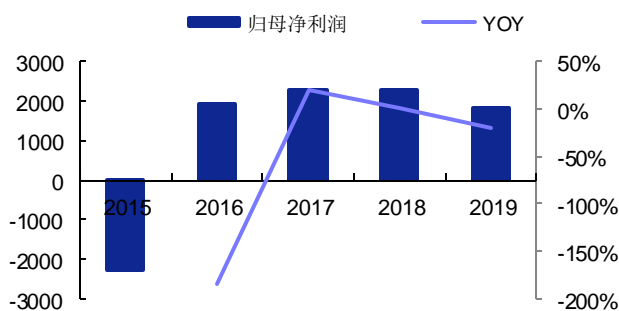
剔除中船防务和中国海防后，2019 年船舶板块营收 723.74 亿元，同比下降 8%，归母净利润 18.19 亿元，同比下降 20.89%。毛利率来看，船舶板块毛利率 11.9%，同比下降 0.94 个百分点，继续呈现下滑趋势；2019 年净利率 2.51%，同比下滑 0.41 个百分点，同样继续下滑。期间费用率 10.01%，与去年相比小幅提升。我们认为军舰当前仍受军改调整的影响，而民船处于周期底部，盈利尚未改善。而 2020 年民船更是受到疫情影响，2020Q1 船舶板块营收 86.44 亿元，同比下降 37.71%，归母净利润 0.65 亿元，同比下降 92%。因此我们预计当前船舶板块处于底部复苏阶段。

图 57：船舶板块近五年营收及同比增速（百万元，%）



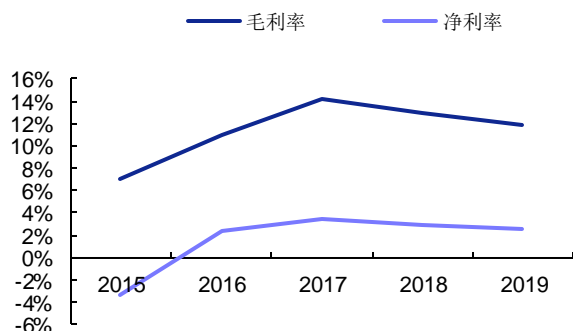
资料来源：wind、安信证券研究中心，剔除中船防务和中国海防

图 58：船舶板块近五年净利润及同比增速（百万元，%）



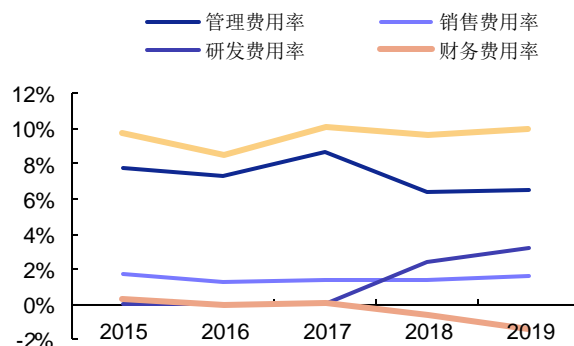
资料来源：wind、安信证券研究中心，剔除中船防务和中国海防

图 59：船舶板块近五年毛利率和净利率



资料来源：wind、安信证券研究中心，剔除中船防务和中国海防

图 60：船舶板块近五年期间费用率



资料来源：wind、安信证券研究中心，剔除中船防务和中国海防

3. 资产负债表：行业基本面持续改善，未来业绩预期良好

资产负债表重点关注预收账款（体现在手订单情况）、存货（尤其存货附注的原材料科目的变化，反映中长期的增长）、应付账款（反映为满足订单生产的采购备货情况）等科目变化。

从 2019 年报数据可看出：1) 军工行业预收账款同比增加 18.23%，其中信息化及兵器板块分别增长 12.97%及 51.96%；航空板块 19 年预收账款及合同负债同比增加 11.62%；航天板块 19 年末预收账款较期初同比下降 4.36%。2) 军工行业存货同比增长 13.12%，其中航空、航天、信息化和兵器存货增长较快，分别增长 11.83%、25.63%、17.4%和 17.39%；3) 2019 年军工行业应付账款及应付票据同比增长 12.48%，除船舶同比下降以外，其余细分行业均实现正增长，其中航空细分板块增幅较大，同比增长 13.48%。

2020 一季报数据看，1) 预收账款方面，行业整体增长 6.37%，航天、信息化板块分别增长 79.13%及 45.43%；2) 存货方面，20Q1 同比增长 13.62%，航天及信息化板块增长较快，分别增长 28.20%及 17.02%；3) 应付账款及应付票据同比增长 12.48%。年报及一季报资产负债表的变化显示行业基本面持续向好，我们预计 19-20 年行业增长相对确定，资产负债表相关科目变化或将持续体现。

3.1. 预收账款：信息化及兵器板块增长较快，反映订单情况持续向好

预收账款主要源于军方或军工企业向上游发布订单，一般会提前支付 30%的预付款，预收账款能够体现在手订单的情况，且对于军工业务占比较大的企业，其表征意义更加明显。军工行业 2019 年及 2020 年一季度预收账款较上年同期分别增长 18.23%及 6.37%，表明“十三五”末年订单情况持续向好，其中信息化及兵器板块增长较快；航空预收账款及合同负债同比增长 11.62%，小于军工行业平均增速，主要系中航沈飞由于前期预收账款随产品交付确认收入所致；航天 19 年预收账款及合同负责同比下降 4.36%，但是航天板块内零部件如航天电器、航天电子等预收账款增幅较大。

表 8：2019 年报及 2020 一季报预收账款（含合同负债）情况（单位：百万元）

	2018	2019	年报同比	2019Q1	2020Q1	一季报同比
军工	33,692.14	39,833.62	18.23%	31,832.78	33,859.52	6.37%
航空	18,904.05	21,099.88	11.62%	17,102.72	13,539.36	-20.84%
航天	3969.07	3795.94	-4.36%	2,447.90	4,384.94	79.13%
信息化	2,599.01	2,936.16	12.97%	3030.14	4406.79	45.43%
新材料	889.44	596.85	-32.90%	903.74	661.08	-26.85%
兵器	7267.65	11044.16	51.96%	8,308.72	10,480.17	26.13%
船舶	14,317.16	20,875.78	45.81%	21,018.00	29,442.73	40.08%
国企	31559.63	37397.29	18.50%	29,709.38	30,625.58	3.08%
民企	2132.51	2436.33	14.25%	2,123.40	3,233.94	52.30%

资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：因船舶板块占比过高，为避免数据失真，分析整体军工行业时只考虑中国海防，海兰信及瑞特股份

1) 航空板块 19 年预收账款及合同负债同比增加 11.62%，主机厂类公司变动较大。其中，中航沈飞由于前期预收账款随产品交付在当期确认收入，因此预收账款下降 23.36 亿，同比下降 24.61%；中航飞机和航发动力则由于订单的增加，预收账款分别同比增加 26.5 亿和 12.75 亿，同比增幅 306.56%和 81.07%。

航空板块 2020Q1 预收账款+合同负债同比减少 20.84%，主要因为中航沈飞预收账款减少 51.95 亿同比下降 68.42%所致。中航沈飞 2019 年营收增长 36.1 亿元，2020Q1 营收 6.16 亿元，预收账款及合同负债随产品交付在当期确认收入而缩减。

2) 航天板块 19 年末预收账款较期初同比下降 4.36%。其中航天板块内零部件航天电器、航天电子预收账款分部同比增加 46.59%、10.89%，反映出航天板块订单同比改善或项目招投标等推进顺利。航天典型公司合计预收账款同比增加 6%。

航天板块 2020 年一季度预收账款较期增加 19.37 亿，同比增加 79.13%，主要系中国卫通上年同期未披露预收账款和合同负债数值，使得本期预付账款增加 12.72 亿所致。整年看，宇航发射次数预计 40 次以上，仍将保持高强度发射，宇航产业仍将保持较好景气度。

表 9：航天板块典型公司历年及 20Q1 预收账款（百万元，%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
航天电器	23.32	15.70	12.28	18.20	26.68	22.87
中国卫星	590.68	563.82	533.37	342.49	288.93	313.19
航天电子	543.49	926.15	1076.11	1364.67	1513.25	1295.68
合计	1157.5	1505.67	1621.76	1725.36	1828.86	1631.74
同比		30.08%	7.71%	6.39%	6.00%	0.43%

资料来源：wind，安信证券研究中心

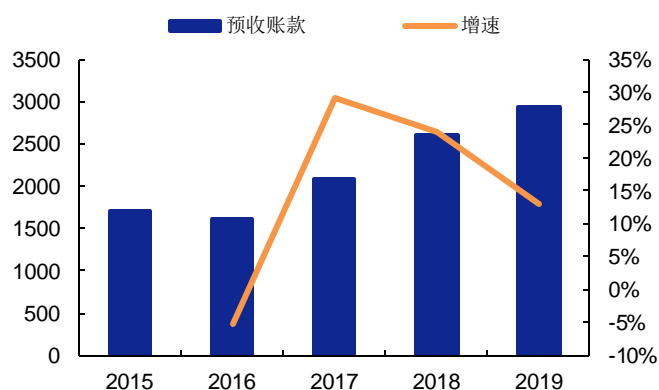
3) 信息化板块预收账款稳定增长，元器件类公司增长较高。信息化板块 2019 年预收账款（29.36 亿元，+12.97%），其中，景嘉微 2019 年预收账款增长 179.88%，或主要来自于原有军用 GPU 业务稳健成长，及舰载业务市场开拓所致；和而泰 2019 年预收账款增长 119.66%，主要系产品销售款同比增加所致；火炬电子预收账款增长 274.46%，主要因售规模扩大预收客户货款增加所致；振华科技预收账款下滑 75.40%，主要因子公司振华通信出表所致。

2020 年 Q1 信息化板块预收账款（44.06 亿元，+45.43%），反映军改影响削弱叠加十三五末年订单情况不断向好。其中，中光学 Q1 预收账款及合同负债同比增长 191.09%，主要因预收货款增加所致；景嘉微 Q1 预收账款同比增长 2385.04%，主要因销售商品收到预收款大幅增加所致；航天发展 Q1 预收账款及合同负债同比增长 264.80%，或主要因 Q1 订单大

幅增长所致，根据互动易，子公司南京长峰 Q1 合并口径新签合同同比增长 248.52%，预计主要为南京长峰电子蓝军业务及江苏大洋船舶板块。此外，红外类三家企业高德红外，睿创微纳及大立科技 Q1 预收账款及合同负债同比分别增长 241.40%、266.13%及 1010.75%，或主要因疫情带动红外测温产品销量增加所致。

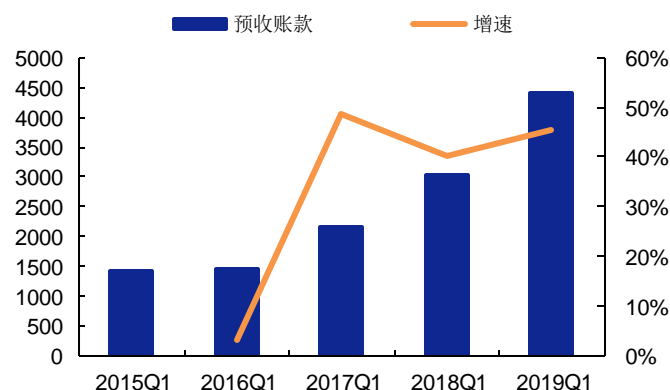
信息化企业受益于武器装备更新换代以及国产化进程。随着国防信息化建设进一步深化，预计信息化相关标的订单需求或将进一步提升，并带动资产负债表相关科目表现逐步转好。但信息化涵盖了雷达、通信、电子、导航等领域，因产品和下游客户的不同，导致相关公司存在明显的差异化。

图 61：信息化板块历年预收账款情况（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：含合同负债

图 62：信息化板块历年一季度预收账款情况（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：含合同负债

4) 新材料板块 2019 预收账款同比下滑 32.90%，主要因中航高科、铂力特及菲利华同比下滑较大所致。其中，中航高科预收账款同比下滑 87.72%，主要因子公司江苏致豪股权转让退出所致；铂力特主要因代理销售 3D 打印设备减少导致下滑。西部材料、宝钛股份、光威复材 2019 年预收材料因预收货款同比大幅提升，分别实现增长 92.11%、56.02%、70.30%。

5) 兵器板块 2019 年预收账款同比增长 37.76 亿元，增幅 51.96%，其中内蒙一机预收账款同比增长 30.94 亿元，占兵器板块行业增长额的 81.94%。预收款项主要源于军方发布订单，军方一般会提前支付预付款，预收款项体现在手订单情况。截至 2019 年底，内蒙一机合并口径预收账款（90.39 亿元，+52.05%），母公司口径预收账款（87.81 亿元，+50.34%），表明预收账款增长主要来自军品业务。待公司确认收入时，预收账款转销至主营业务收入，表明兵器行业在手订单充足，为未来业绩增长奠定了基础。我们认为，兵器行业过去 2016-2017 年受军改影响较大，十九大报告明确提出 2020 年基本实现军队机械化，意味着兵器板块有望在十三五末年继续保持高行业景气度。

3.2 存货：原材料及在产品保持增长，或反映行业中长期增长预期

在产品增速高于存货增速，且在产品及原材料占存货比有所提升，或反应未来收入增长预期。存货构成主要包括原材料、在产品、产成品等，反映了企业对已有或意向订单所做的投产情况，其中原材料对未来更长一段时间的交付，对考察中长期增长更有意义。我们可看出：

2019 年军工行业存货同比增长 13.12%，2019 年船舶板块存货下滑较多，若剔除船舶板块，则行业整体存货增长 38.94%。其中，原材料同比增长 8.15%，新材料及兵器板块原材料增长较快，分别增长 20.46%及 14.75%，反映出两个板块订单情况良好，在对已有或意向订单

做积极投产；在产品同比增长 13.67%，其中航天及兵器板块增长较多，分别实现增长 39.27% 及 23.25%。

2020 一季度军工行业存货同比增长 13.62%，若剔除船舶板块则实现增长 18.40%。Q1 存货增长主要源于航天及信息化板块同比实现增长 28.20%及 17.02%，此外航空、新材料、兵器及船舶板块分别实现增长 11.12%、-4.87%、8.85%及-7.44%。

表 10：2019 年报存货情况（百万元）

分类	存货			原材料			在产品		
	2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比
军工	127904.76	144690.40	13.12%	33245.85	35956.99	8.15%	68875.13	78290.10	13.67%
航空	75976.39	84967.00	11.83%	21102.62	22723.68	7.68%	45166.47	51291.97	13.56%
航天	12226.04	15359.05	25.63%	3148.99	3209.44	1.92%	7297.56	10163.52	39.27%
信息化	17130.11	20111.30	17.40%	4720.12	5051.14	7.01%	6013.12	6979.17	16.07%
新材料	8990.89	8740.08	-2.79%	1502.98	1810.44	20.46%	4824.80	3445.12	-28.60%
兵器	11346.01	13318.74	17.39%	2453.19	2814.91	14.75%	4162.88	5130.63	23.25%
船舶	55724.27	44401.23	-20.32%	8979.39	1471.63	-83.61%	20991.91	1812.51	-91.37%
国企	111311.81	126403.69	13.56%	28185.70	30593.65	8.54%	64004.09	73134.66	14.27%
民企	16592.94	18286.72	10.21%	5060.15	5363.34	5.99%	4871.04	5155.45	5.84%

资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：因船舶板块占比过高，为避免数据失真，分析整体军工行业时只考虑中国海防，海兰信及瑞特股份

表 11：2019 年报原材料、在产品 and 产成品占比情况（%）

	原材料占存货比重		在产品占存货比重		产成品占存货比重	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
军工	25.99%	24.85%	53.85%	54.11%	18.44%	19.09%
航空	27.78%	26.74%	59.45%	60.37%	13.69%	13.43%
航天	25.76%	20.90%	59.69%	66.17%	12.62%	11.02%
信息化	27.55%	25.12%	35.10%	34.70%	29.14%	33.08%
新材料	16.72%	20.71%	53.66%	39.42%	32.25%	40.26%
兵器	21.62%	21.13%	36.69%	38.52%	30.33%	30.36%
船舶	16.11%	3.31%	37.67%	4.08%	7.08%	0.80%
国企	25.32%	24.20%	57.50%	57.86%	17.23%	18.10%
民企	30.50%	29.33%	29.36%	28.19%	26.56%	25.89%

资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：因船舶板块占比过高，为避免数据失真，分析整体军工行业时只考虑中国海防，海兰信及瑞特股份

表 12：2020 一季报存货情况（百万元）

	存货		
	2019Q1	2019	2020Q1
军工	133,848.47	144,690.40	152,074.73
航空	80,141.65	84,967.00	89,056.75
航天	12,903.03	15,359.05	16,541.63
信息化	19,106.05	20,111.30	22,358.47
新材料	9,210.76	8,740.08	8,761.83
兵器	11,963.32	13,318.74	13,021.78
船舶	42,910.6107	44,401.23	39,716.2221
国企	116,777.21	126,403.68	133,333.87
民企	17,071.25	18,286.71	18,740.86

资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：因船舶板块占比过高，为避免数据失真，分析整体军工行业时只考虑中国海防，海兰信及瑞特股份

1) 航空板块:2019 年存货同比增加 11.83%,主要来自在产品。其中原材料同比增加 7.68%,占存货比达 26.74%;在产品增加 13.56%,占存货比达到 60.37%。各大主机厂存货规模较大,且呈现上升趋势。中直股份存货(163.41 亿,+22.29%),为历史最高值;中航沈飞存货(104.86 亿,+7.32%);中航飞机存货(146.86 亿,+7.94%),三者在产品占存货的比重都超过 60%,预计随着新型号的不断交付,存货较逐步转化为收入,带动未来营收的增长。而航发动力作为发动机厂商,2019 年存货(185.44 亿,+30.2%)、爱乐达作为航空零部件配套厂商,2019 年存货(1.14 亿,+52.94%)。

航空板块 2020Q1 存货同比增加 11.12%,存货增幅与 19 年增幅基本持平。其中中航沈飞存货同比下降 22.57%,系执行新收入准则使得部分直接材料等计入合同履约成本以及在制品减少所致。其他主机厂中直股份和中航飞机存货分别同比提升 25.34%和 19.21%。发动机厂商航发动力作为 2020Q1 存货(207.30 亿,+21.84%)、航空零部件配套厂商爱乐达 2020Q1 存货(1.26 亿,+44.11%)。以上反映航空板块 2020 年景气度依旧,各公司订单良好,均积极备货。

2) 航天板块:存货同比增加 25.63%,其中原材料科目同比增加 1.92%,在产品科目同比增加 39.27%,增长幅度远高于整体存货,预示订单饱满及正在加紧生产。航天板块内公司多为航天领域制造和零部件公司或因订单充足,存货大幅增加。其中,中国卫星存货同比增加 50.76%,系对有销售合同或者销售意向的项目提前开展投产、备货,公司卫星应用类业务在研项目成本及备货成本增加;零部件公司航天电器、航天电子存货原材料科目较去年同期均较大幅度增加,分别增加 34.34%、28.88%,主要原因是订单充足,零部件公司为保障产品订单及时交付总体增加了备货量,预示后续公司订单及交付可兑现拉到营收增加

表 13: 航天板块历年存货增速

	2,015	2,016	2,017	2,018	2019
存货	-1.20%	41.85%	15.48%	16.29%	25.63%
存货-原材料	-2.78%	27.76%	28.30%	20.95%	1.92%
存货-在产品	-1.34%	30.69%	19.43%	17.91%	39.27%

资料来源:wind,安信证券研究中心

航天板块 2020Q1 存货同比增加 28.2%,同样预示板块内公司后续订单饱满,相应增加了存货中原材料等的采购。比如中国卫星、航天电子 2020Q1 存货同比增加较多,原因主要是订单增长、备产增加。

3) 信息化:2019 年信息化板块存货同比增长 17.40%,其中原材料及在产品分别增长 7.01%及 16.07%。其中,中光学、中国长城、上海瀚讯贡献较大,存货分别增长 116.41%、83.55%及 43.95%;景嘉微、耐威科技、宏达电子等民参军企业增长较快,存货分别增长 36.26%、36.84%及 25.29%。我们认为,随着军改影响逐步削弱,信息化相关标的订单有望增长较快,因此由订单好转带动原材料及在产品的增长有所加快。2020Q1 信息化板块存货同比增长 17.02%,其中,中光学、中国长城、航天发展、宏达电子及振芯科技分别增长 113.49%、96.13%、54.53%、47.30%及 43.83%。

4) 新材料:2019 年新材料板块存货同比下滑 2.79%,或主要因细分科目在产品同比下滑较大所致。其中,中航高科及铂力特分别下滑 48.17%及 34.12%,中航高科下滑主要因子公司江苏致豪股权转让退出减少所致,铂力特主要因 2019 年销售增长导致存货周转加快所致。此外,中简科技、光威复材、新劲刚 2019 年存货增长较快,分别实现增长 117.42%、64.52%及 80.81,其中中简科技增长主要因待发产成品大幅增长所致,反应一定收入增长预期;

光威复材增长主要因为碳梁客户一季度订单备货而增加原材料及产成品所致。2020Q1 新材料板块整体存货延续下滑态势，主要因中航高科同比下滑较大所致，但中简科技及光威复材延续增长势头，分别实现增长 126.03%及 65.75%，或反应在手订单情况向好，后续业绩增长可期。

5) 兵器：2019 年兵器板存货 133.19 亿元，同比增长 8.85%，其中内蒙一机存货同比增长 14.95 亿元。截至 2019 年底，内蒙一机合并口径存货（35.82 亿元，+71.62%），母公司口径存货（33.66 亿元，+78.47%），表明存货主要来自于军品。2019 年兵器板块在产品（51.31 亿元，+23.25%），存货较为饱满为中期交付奠定基础。从兵器行业总体上看，随着十三五末期部队换装加速，陆军迎来换装高峰，部队需求较为旺盛，行业整体业绩释放确定性较高。

3.3 应付账款：反映为满足客户订单的采购情况，信息化与材料板块增长较快

应付账款主要包括军工企业为满足订单生产向其上游厂家购买原材料和零部件而发生的应付款项，亦能体现订单的增长情况。2019 年军工行业应付账款及票据同比增长 12.48%，其中，应付账款同比增长 13.52%，应付票据同比增长 10.39%。从 2019 年报数据中可看出军工企业订单整体情况较好，为满足订单而进行的采购有所增长。

表 14：2019 年应付账款及应付票据情况（百万元）

	2018	2019	年报同比
军工	139,364.31	156,760.84	12.48%
航空	83,117.91	94,319.92	13.48%
航天	13,547.97	14,903.04	10.00%
信息化	17,944.09	19,665.76	9.59%
新材料	4,874.42	5,446.64	11.74%
兵器	19,449.77	21,050.38	8.23%
船舶	58,603.33	58,455.74	-0.25%
国企	122,915.46	139,081.86	13.15%
民企	16,488.85	17,678.98	7.48%

资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：因船舶板块占比过高，为避免数据失真，分析整体军工行业时只考虑中国海防，海兰信及瑞特股份

- 1) 航空板块** 19 年应付票据及应付账款同比增加 13.48%，其中应付票据同比增加 6.28%，应付账款同比增加 17.25%。其中中航沈飞、中航光电、中航飞机、航发动力应付账款及应付票据增幅分别为 24.19%、18.78%、6.95%、18.13%，反映当前军工企业为满足订单生产向其上游厂家购买原材料和零部件而发生的应付款项，亦能体现订单的增长情况。
- 2) 航天板块** 19 年应付票据及应付账款同比增加 10%，其中应付票据同比增加 22.29%，应付账款同比增加 5.44%。其中航天电器、航天动力和航天宏图应付账款及应付票据增幅较大，分别同比增长 32.31%、56.33%和 97.58%，航天宏图应付增长较多主要系公司项目增多，采购款增加导致应付账款及票据同比增长 97.58%。
- 3) 信息化板块：**2019 年信息化板块应付账款及应付票据（197.66 亿元，+9.59%），其中应付账款同比增长 12.38%，应付票据同比增长 0.08%。元器件类企业中火炬电子及宏大电子贡献较大，火炬电子应付账款及应付票据增长 2.68 亿元，增幅 77.19%，宏大电子增长 0.41 亿元，增幅 129.07%；民参军企业振芯科技、雷科防务及华力创通增长较快，分别实现增长 78.61%、53.85%及 44.35%。
- 4) 新材料板块：**2019 年新材料板块应付账款及应付票据（54.47 亿元，+11.74%），其中

应付账款同比增长 5.45%，应付票据同比增长 28.31%。其中宝钛股份、西部材料、光威复材及钢研高纳贡献较大，2019 年分别实现增长 133.59%、57.60%、38.75%及 35.37%，宝钛股份及西部材料增长主要因存货及材料采购款增加所致，光威复材主要因应付工程款同比增幅较大所致，材料行业受益我国航空航天行业高速发展，有望维持高景气度。

- 5) **兵器板块**：2019 年兵器板块应付账款及应付票据（210.50 亿元，+8.23%），其中应付账款同比增长 1.36%，应付票据同比增长 17.00%。宏大爆破及精准信息为增长主要贡献，二者分别实现增长 64.59%及 105.32%，可一定程度反应兵器行业高景气度，及订单增加带来得提前备产备货。

产业链上下游的公司资产负债表科目表现有所不同。对于内蒙一机等主机厂而言，资产负债表首先体现在预收账款。主机厂的下游客户为军方，部队通常先向主机厂支付预付款；而对中航光电等零部件企业则存货等科目体现更为明显，原材料等明细变化表明了相关企业为满足下游订单的备产情况。此外，军工集团愈加强调应收账款和存货两金控制，主机厂等作为总装单位针对上游配套厂商具备议价能力，倾向于挤压上游，上游存货及应收账款回款节奏因此会受到一定程度影响。

4. 现金流量表：伴随军工逐步落地行业整体情况向好

军改影响逐步削弱，行业现金流情况持续。2019 年军工行业经营性现金流同比好转，除航天板块现金流有所下降以外，其余细分板块现金流均有所好转。总体来说，受军改影响，2016 年军工行业现金流情况经历了最低谷，当年全行业经营性现金流仅 9.57 亿元。随着军改继续深化和落地，预计行业现金流情况将继续改善。

表 15：军工行业经营性现金流（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019
军工	19,563.26	9,166.60	19,334.25	17,173.94	31,628.60
航空	10,233.01	1,639.50	11,708.14	4,364.84	14,175.87
航天	2,899.59	2,528.61	1,620.61	3,436.45	1,835.92
信息化	4,094.62	2,601.85	1,326.82	3,053.36	4,272.61
新材料	885.39	858.34	1,006.99	1,005.44	2,693.35
兵器	1,231.03	1,285.13	3,584.34	5,313.75	8,771.73
船舶	-589.73	-6,190.65	-3,667.59	-2,387.52	5,550.31
国企	16,328.34	6,825.98	17,687.12	13,227.79	23,110.33
民参军	3,234.92	2,340.63	1,647.14	3,946.15	8,518.28

资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：因船舶板块占比过高，为避免数据失真，分析整体军工行业时只考虑中国海防，海兰信及瑞特股份

图 63：军工国企历年现金流情况（百万元）

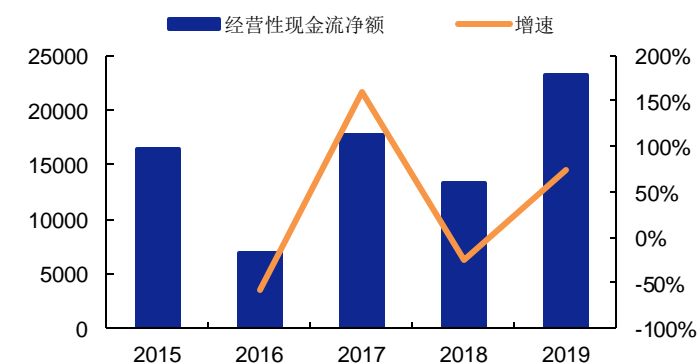
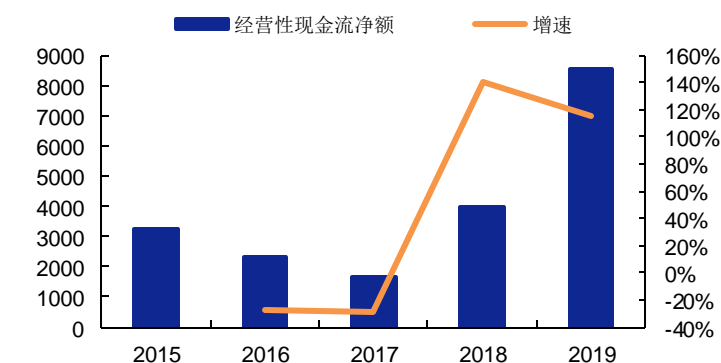


图 64：民参军企业历年现金流情况（百万元）



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1) 航天板块: 2019 年实现经营性现金流 18.36 亿, 相比去年 34.36 亿, 同比下降 46.58%, 主要系中国卫星 2019 年净现金流-6.06 亿元, 2018 年为 8.68 亿元, 同比下降 14.73 亿, 根据年报, 主要是中国卫星受外部环境不确定性增加和市场调整等因素影响, 部分型号任务年内立项计划推迟, 报告期销售商品、提供劳务收到的现金低于上年同期; 二是报告期购买商品、接受劳务支付的现金略高于上年同期。剔除中国卫星后, 板块内典型公司经营性现金流均有不错改善, 其中航天电器 2019 年实现经营活动产生的现金流量净额 2.65 亿, 去年同期 1.22 亿元, 主要原因是全力抢抓市场订单、货款结算, 货款回笼情况优于上年同期; 并开展应收账款保理业务, 缩短公司应收账款回收时间。我们认为, 军改后军方付款变好, 公司订单合同执行顺利, 相应现金流得到改善。

2) 航空板块: 2019 年实现经营性现金流 141.76 亿, 相比 2018 年 43.65 亿大幅提升。主要受中航沈飞、中航机电、航发控制、航发动力现金流较大变动影响, 其中销售商品、提供劳务收到的现金增多是其主要原因, 预计随着军改影响的消除, 未来现金流会持续向好。

3) 信息化: 军改影响逐步消弱, 现金流情况持续改善。 2019 年信息化板块实现现金流净额 (42.72 亿元, +39.93%), 销售商品及提供劳务收到的现金同比增长 9.41%, 增长主要来自和而泰、景嘉微、宏达电子、睿创微纳、红相股份、亚光科技等, 与部分信息化企业回款较好有关, 而回款持续改善再次验证了军改影响的削弱。

4) 新材料: 现金流情况同比改善显著, 预计后续有望良好态势。 2019 年新材料板块实现现金流净额 (26.93 亿元, +167.88%), 改善显著, 其中增长主要来自于光威复材、菲利华及钢研高纳等企业, 分别实现增长 217.91%、122.96%及 70.87%, 预计伴随我国航空航天发展稳步推进, 新型号战机逐步批产列装且复合材料用量占比提升, 以及航空发动机产业国产替代趋势, 后续现金流情况有望持续改善。

5) 兵器: 兵器板块 2019 年现金流净额同比增长 65.08%, 保持持续改善态势。 其中, 内蒙一机、北化股份、威海广泰及精准信息增长最为显著, 分别实现增长 135.71%、183.83%、484.02%及 294.59%。威海广泰、精准信息及北化股份增长主要因 2019 年回款情况同比改善显著所致; 内蒙一机增长主要源于收到税费返还同比大幅增长。

军工行业订单交付及回款集中于后半年, 因此一季度军工企业经营性现金流多为净流出。因为军品的回款主要集中在年底, 所以年报经营净现金流量一般为正, 而一季度尤其是整机公司的一季度现金流量一般为负。一般来说, 一季度负值的绝对值越大, 说明生产经营越处于扩张状态。同 2019Q1 相比, 航空板块现金流净额减少较多, 也导致国企板块现金流情况恶化; 民参军现金流净额保持净流入, 或一定程度反映民营企业回款情况在军改末期有望持续改善。

表 16: 2019 及 2020Q1 军工行业经营性现金流 (百万元)

	2019Q1	2019	2020Q1
军工	-7,758.45	31,628.60	-9,714.47
航空	-4,488.16	14,175.87	-6,867.70
航天	-1,892.58	1,835.92	-278.96
信息化	-1,674.87	4,272.61	-1,478.59
新材料	-221.57	2,693.35	-758.61
兵器	524.72	8,771.73	13.73
船舶	-7,318.87	5,550.31	-1,885.20
国企	-8,157.21	23,110.33	-9,803.30
民参军	398.76	8,518.28	88.83

资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：因船舶板块占比过高，为避免数据失真，分析整体军工行业时只考虑中国海防，海兰信及瑞特股份

1) 航天板块：2020Q1 实现经营性现金流-2.79 亿，去年同期-18.93 亿，现金流为负，但是在疫情影响下，经营性现金流净额仍然有所改善，主要系销售商品、提供劳务收到的现金流增多以及购买商品、接受劳务支付的现金减少。主要原因系，一方面，一季度现金流往往为负，符合军工行业付款节奏，回款一般集中在四季度。另一方面营收增长带来经营性现金流比去年一季度有所改善，其中航天晨光、中国卫星等现金流由负转正，航天电子、欧比特等现金净流出有所减少。

2) 航空板块：2020Q1 经营性现金流-68.68 亿，去年同期-44.88 亿，同 2019Q1 相比，航空板块现金流净额减少较多，反而说明一季度生产经营任务加重。

3) 信息化：2020Q1 信息化板块现金流-14.78 亿元，去年同期-16.75 亿元，情况同比改善幅度较大，其中宏达电子、红相股份、亚光科技及景嘉微增长较高，分别实现增长 180.06%、128.20%、201.33%及 62.03%，主要源于回款情况同比出现好转所致。

4) 新材料：2020Q1 新材料板块现金流-7.59 亿元，同比下滑较多，主要因西部超导、中航高科及光威复材 Q1 现金流净额下滑所致，其中西部超导下滑主要因购买商品及接受劳务支付现金同比大幅增长所致；中航高科主要因子公司中航复材销售回款集中与年末且 Q1 采购支出同比增加所致；光威复材主要因 Q1 军品回款较同期减少及购买商品支出同比增加所致。

5) 兵器：2020Q1 兵器板块现金流 0.14 亿元，同比下滑较多，主要因内蒙一机、中兵红箭、北方导航同比下滑较大所致，其中内蒙一机下滑主要因 Q1 军品预收款较去年同期下滑所致；中兵红箭下滑主要因疫情导致销售回款减少且军品储备订货款未减少；北方导航下滑主要因 Q1 母公司销售商品收到现金减少，及母公司收到科研拨款同比较少。

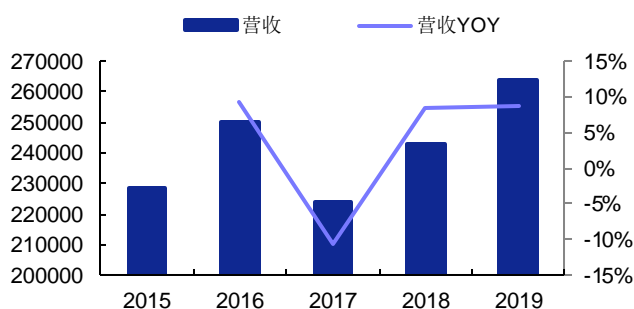
5. 军工整体稳健向上，关注国企提质增效、新材料增长显著等变化

前文中我们对军工上市公司的收入利润、资产负债表中重要科目进行了细项分析，可以看出：军工板块整体业绩上仍呈现稳健向上的增长态势，资产质量上则是经营效率提高、注重研发投入、严格控制两金，整体资产质量不断提高，带动行业 ROE 水平的提升。

5.1. 整机、零部件等国企保持中低增速但长期稳健增长

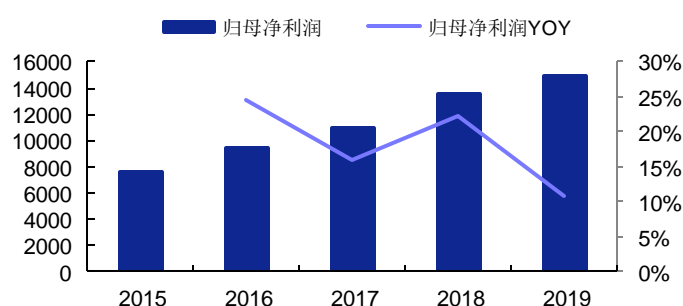
军工板块中的主力军国企上市公司的经营业绩继续稳健增长，统计显示，47 家国企（包括地方国企）上市公司 2019 年实现营收同比增长+8.04%、归母净利润同比增长+8.74%。其营收占全行业比达到 83%，归母净利润占比达到 73%，是军工板块业绩的主要支撑。6 家主机厂 2019 年营收+9.52%，归母净利润+3.91%；考虑到洪都航空 2019 年完成了资产置换，若剔除的话，主机厂 2019 年营收+7.47%、归母净利润+6.50%，营收净利近五年均保持了正向增长。单看航空主机厂 2019 年营收+10.75%、归母净利润+12.32%，仍是主机厂板块业绩增长的主要驱动因素。其他 41 家国企分系统/零部件企业 2019 年实现营收+7.2%、归母净利润+10.1%，增速上保持稳健。

图 65：国企营收及增速（百万元）



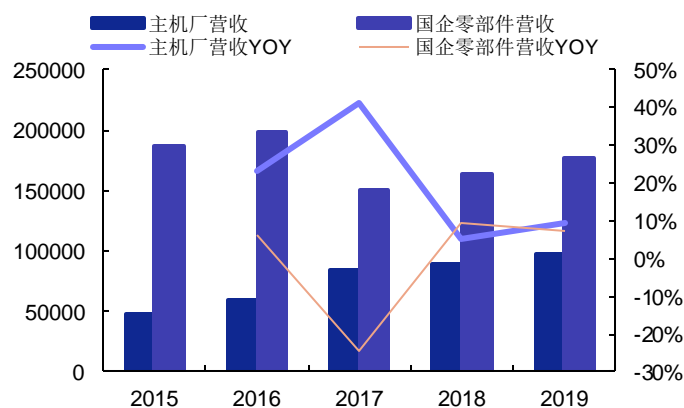
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 66：国企归母净利润及增速（百万元）



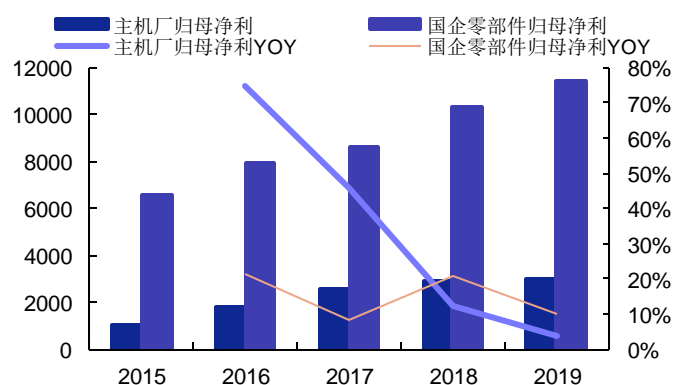
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 67：国企主机厂&零部件营收及增速（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

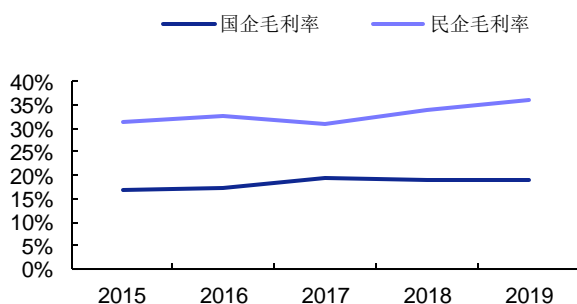
图 68：国企主机厂&零部件归母净利润及增速（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

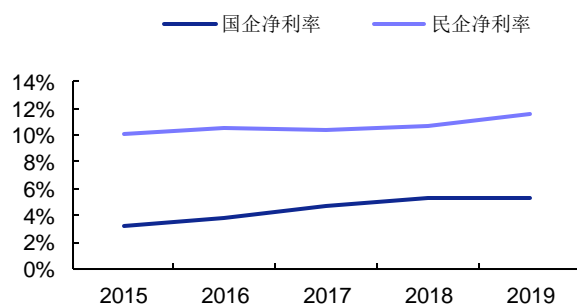
近年来国企毛利率和净利率呈现上升趋势，2019 年国企毛利率小幅提升 0.08 个百分点至 18.99%，净利率小幅提升 0.03 个百分点至 5.28%；相比民企看，民企上市公司的毛利率和净利率显著高于国企，2019 年民企毛利率 35.96%，同比提升 1.86%，净利率 11.51%，同比提升 0.88 个百分点，毛利率和净利率都是近五年最高水平。国企在武器装备多为下游配套，配套层级较高，受到军品成本加成定价限制，民企则多以信息化、元器件等上游配套为主，产品毛利率水平高；另外军工企业各方面期间费用率相较民企也高。

图 69：军工行业国企、民参军历年毛利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

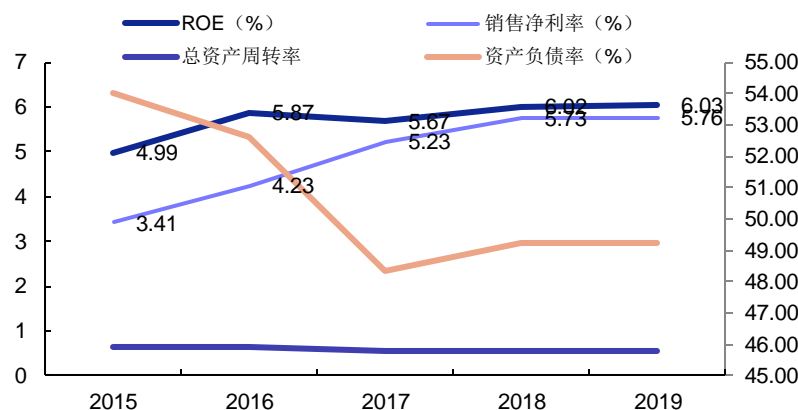
图 70：军工行业国企、民参军历年净利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

国企整体经营效率和 ROE 水平不断改善，整体增速虽处于中低区间但增长长期持续。近两年军工集团压缩层级、控两金、追求高质量发展的指引下，国企上市公司整体经营改善明显，各项指标反映出经营效率的不断改善，ROE 水平也不断提升。未来一段时间我国的军事工业体系预计仍以军工集团为主要的工业承制方。我国国防预算开支总体保持与国家经济和财政支出同步适度协调增长，作为军费开支中武器装备的承制单位，军工央企具备稳健增长的基础，同时军工央企近年来不断提升管理水平，提质增效效果开始凸显。

图 71：军工央企 ROE 不断提升

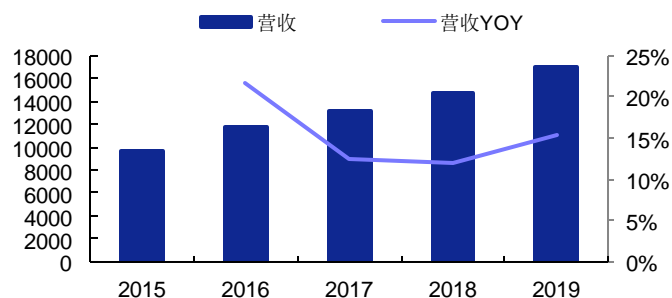


资料来源：wind，安信证券研究中心

5.2. 新材料异军突起，受益新式武器装备列装加速及新材料价值量占比提升

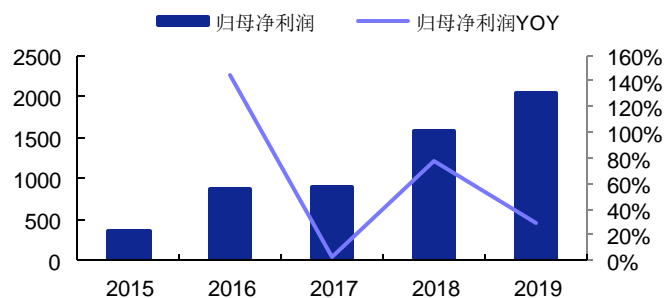
新材料板块收入及利润增速均非常显著，新材料板块 2019 实现营收+15.3%、归母净利润+29.35%，2020Q1 实现营收+5.57%、归母净利润+13.48%，统计数据比较看，新材料领域已经成为军工板块中业绩增速最高的细分领域，其中，复合材料领域的上市公司光威复材、中航高科等军品业务是其主要利润来源，下游客户主要集中于我军航空装备，包括直升机、运输机、战斗机等，伴随着新式航空装备的上量，该领域公司作为上游原材料供应商，订单及销量增长较好，同时新材料领域有较高的工艺等技术壁垒，叠加新式装备新材料的使用量和价值量提升，有望继续保持增长态势。

图 72：新材料领域历年营收情况（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 73：新材料领域历年归母净利润情况（百万元）

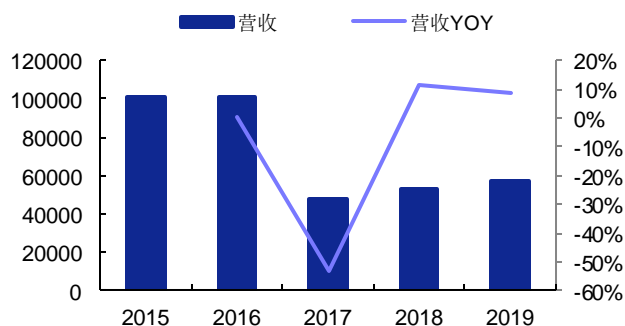


资料来源：wind，安信证券研究中心

5.3. 信息化军改后恢复显著，业绩指标已持续两年有所表现

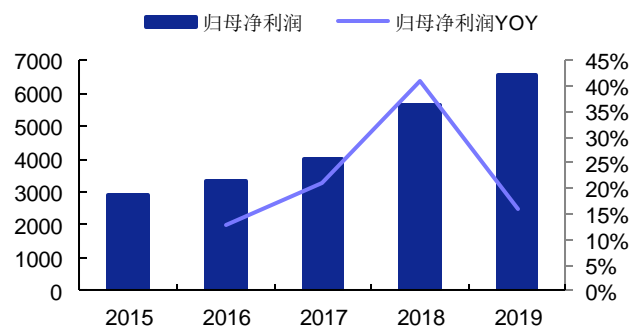
信息化是我军武器装备发展趋势，是可长期关注的细分方向。此前信息化领域公司业绩受军改影响较大，自 2018 年以来，信息化领域公司业绩明显改善，2018 年同比增长 41%、2019 年同比增长 16%，已连续两年处于军工行业细分板块前列。

图 74：信息化领域历年营收情况（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

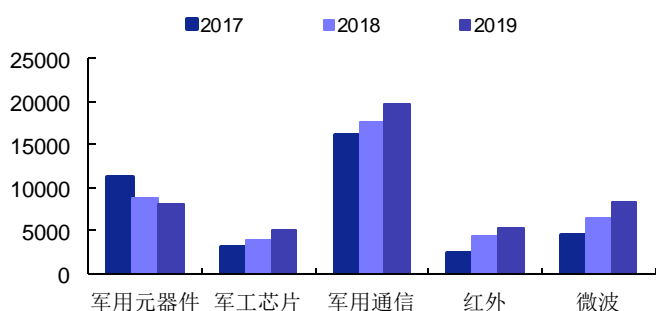
图 75：信息化领域历年归母净利润情况（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

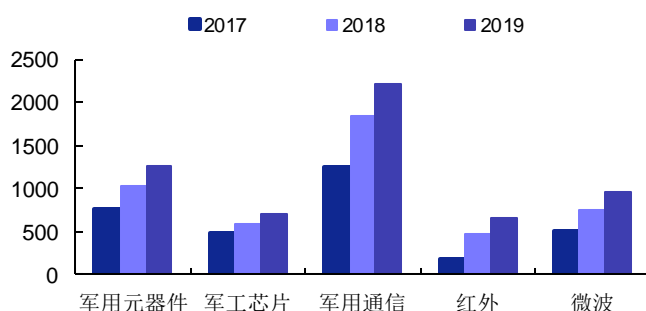
信息化方向分布装备在各武器装备平台，其下游产品渗透到军队末梢，是装备重点发展方向，且信息化板块具有 TMT 属性，考虑到信息化程度提高、国产化替代及更新换代快等原因，信息化方向将保持较高增长，且军用技术民用化将打开相关公司成长空间。细分看，信息化板块主要分为微波、红外、军工半导体、军用元器件等领域，2019 年军用元器件、军工芯片、军用通信、红外、微波领域归母净利增速分别为 21%、18%、19%、38%、28%，尤其红外领域受益军工和民用业绩亮眼。

图 76：信息化细分领域历年营收情况（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 77：信息化细分领域历年归母净利润情况（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

5.4. 国企股权激励方案增多，预计将推动行业经营质量和盈利水平的提高

统计显示，目前军工板块共有 1 家央企控股的 3 户上市公司实施了股权激励计划或员工持股计划，实施股权激励以来企业年均复合增长率达 13.44% 和 11.44%，股权激励作用显著。我们持续提示重视股权激励对行业的正向激励作用：股权激励机制能有效促进企业中长期持续发展、激发企业活力，是符合国企改革要求的市场化工具，将对行业成本费用率下降及利润率水平的提高产生推动作用。授予和解锁条件一般较低，实际经营成果预计较好。

表 17：军工上市公司实施股权激励

公司	实施年份	股权激励条件	实施以来归母净利润复合增长率
中航光电	2016/10/28	方式：限制性股票的股权激励； 数量：602.50 万股股票，约占公司总股本的 1.00%，股票来源为公司向激励对象定向发行新股； 对象：共 265 人，包括公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及子公司高级管理人员、核心骨干； 有效期：有效期为 10 年，自股东大会通过之日起。本长期激励计划共 2 期，每期激励计划的有效期为 5 年，每期激励计划实施的间隔期为 3 年； 行权条件：前一财务年度扣非净资产收益率不低于 12.50%，营收增长率不低于 26.00%，营业利润率不低于 12.00%，且均不低于同行业平均水平。	13.44%
中航沈飞	2018/5/16	方式：限制性股票的股权激励； 数量：407.2741 万股，占发行前总股本的 0.2915%，来源为公司向激励对象定向发行新股； 对象：总人数为 92 人，激励对象原则上限于上市公司董事、高级管理人员以及对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理人员和技术骨干； 有效期：有效期为 5 年，自限制性股票授予日起计算； 行权条件：授予时前一个会计年度净资产收益率不低于 6.00%，且不低于对标企业 50 分位水平；授予时前一个会计年度净利润同比增长率不低于 8.00%，且不低于对标企业 50 分位水平；公司授予时前一个会计年度 EVA（经济增加值）指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 $\Delta EVA > 0$ 。	11.44%
振华科技	2018/12/01	方式：股票期权激励计划； 数量：以 11.92 元/份授予 938 万份，约占总股本的 2%； 对象：共 417 人，包括公司及控股子公司的部分董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术人员、核心销售人员、核心技能人员 条件：以 18 年为基础，20-22 年净利润增长率不低于 25%、45%、65%，不低于对标企业 75 分位；净资产收益率不低于 4.25%、4.75%、5.25%，不低于对标企业 75 分位； ΔEVA 为正值	14.92%
钢研高纳	2019/03/19	数量：以 6.23 元/股授予 1346.83 万股，占总股本的 3%，首次授予 2.852%+预留的 0.148%。 对象：138 人，总人数的 12.15%，包括公司董事、高级管理人员，以及其他经公司董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的骨干人员。 条件：以 18 年为基础，前一会计年度归母净利润复合增长率不低于 20%；ROE 分别不低于 8%、8.5%、9%； $\Delta EVA > 0$ ；前两项指标不低于对标企业 75 分位值水平。	45.83%

资料来源：wind，安信证券研究中心

目前，已实施股权激励或员工持股方案的多是中航工业集团，中航工业集团作为国有资本投资试点军工央企，在中长期激励方面预计会有更为大面积的推广。随着国家对的政策放开和授权，股权激励有望在军工板块其他军工集团推开。2019 年国资委发布国资委此次出台的这份《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》，进一步健全了激励对象、激励方式、权益授予数量、授予价格、股权激励收益等方面的规定。其他军工央企纷纷表态，讲到利用好中长期激励手段。我们认为，随着军工央企的股权激励或员工持股等中长期股权激励措施在军工上市公司中的大面积推广实施，将很大程度上改观军工板块的盈利水平，促进整体行业的发展。

表 18：国资委不断加大对央企中长期激励的支撑

时间	政策文件	中长期激励措施相关内容
2019 年 4 月 19 日	国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》	完善中长期激励机制。授权国有资本投资、运营公司董事会审批子企业股权激励方案，支持所出资企业依法合规采用股票期权、股票增值权、限制性股票、分红权、员工持股以及其他方式开展股权激励，股权激励预期收益作为投资性收入，不与其薪酬总水平挂钩。
2019 年 6 月 5 日	国资委印发《国务院国资委授权放权清单(2019 年版)》	支持中央企业在符合条件的所属企业开展多种形式的股权激励，股权激励的实际收益水平，不与员工个人薪酬总水平挂钩，不纳入本单位工资总额基数。较此前关于激励收入不高于薪酬总额 30% 的规定有所放宽。
2019 年 11 月 11 日	国资委发布《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》	中小市值上市公司及科技创新型上市公司，首次实施股权激励计划授予的权益数量占公司股本总额的比重，最高可以由 1% 上浮至 3%。上市公司两个完整年度内累计授予的权益数量一般在公司总股本的 3% 以内，公司重大战略转型等特殊需要的可以适当放宽至总股本的 5% 以内。国资委不再审核股权激励分期实施方案（不含主营业务整体上市公司），上市公司依据股权激励计划制定的分期实施方案，国有控股股东应当在董事会审议决定前，报中央企业集团公司审核同意。

资料来源：国资委官网，安信证券研究中心

表 19：部分军工央企关于中长期激励的表态

集团公司	关于中长期激励的陈述	直接或潜在受益上市公司
中航工业	2020 年工作会中提到：84 家军品生产单位实施特殊人才津贴制度，让核心骨干和高潜质人才薪酬收入与市场水平对接。扩大中长期激励覆盖面，目前实施中长期激励的 71 家单位经营效益显著提高，加大科技创新和科技获奖项目奖励力度。	中航沈飞、中航机电、中航电子、中航电测等
航天科技	启动了集团公司骨干人才中长期激励首批试点。	航天电子、航天彩虹等
航天科工	2019 年 8 月，航天科工集团官网指出，要完善利益传导机制，完善基于实际绩效的激励机制，积极推进实施股权激励等中长期激励措施，加快推进“薪酬+股权分红”多元化收入分配体系建设。股权激励手段对企业经营和业务具有积极作用，同时对提升投资信心上也具备积极效果。	航天电器、航天发展
中国电科	集团积极实施中长期激励，推进 11 家岗位分红试点、1 家项目收益分红试点、24 项科技成果转化收益分配激励试点、3 家上市公司限制性股票激励、6 个项目员工跟投。	杰赛科技、四创电子、国睿科技等

资料来源：安信证券研究中心

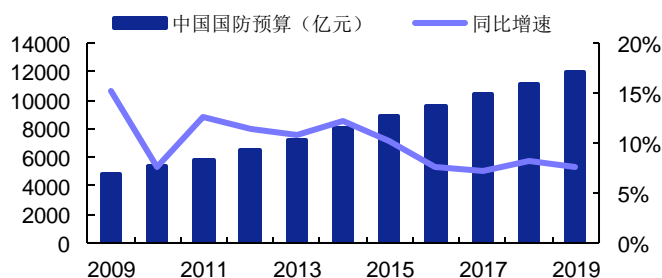
6. 重申军工行业增长逻辑，预计行业增速或仍保持在 15-20% 左右

目前市场主要存在三大关注点，即疫情影响、加大军工投入刺激经济、局势紧张等，我们的主要观点如下：

- 1) 疫情对军工板块影响相对较小。相对其他行业，军工行业受经济波动影响较小，受疫情冲击影响也小，其需求端较为稳健。虽部分公司一季度因疫情原因造成物流体系等影响，原材料供应滞后、订单确认延后，业绩受到一定程度影响，但考虑到 Q1 占全年比重相对较小，且产品交付可在后期通过加班加点方式弥补，当前大部分公司已顺利复工复产，全年保军任务基本不变。
- 2) 军工投入有望加大以刺激经济。3 月 27 日，中央政治局会议提出“要加快释放国内市场需求”、“要合理增加公共消费”，而国防支出是公共消费的重要内涵，兼具经济效益、军事效益和社会效益。根据 2019 年《新时代的中国国防》白皮书，2012-2017 年我国国防费用从 6691.92 亿元增加至 10432.37 亿元，年平均增长 9.42%，国防费用占 GDP 总值平均比重为 1.28%，占国家财政支出平均比重为 5.26%，且国防费用占国内生产总值比重稳定，与国家财政支出保持同步协调增长。2019 年我国国防预算 11899 亿元，占当期 GDP 及财政支出比重分别为 1.20% 及 4.98%，而 2019 年美国国防预算占当期 GDP 及联邦政府预计财政支出比重分别为 3.3% 及 16.10%，俄罗斯分别为 2.66% 及 15.72%，相对美俄等国家，我国国防支出占比相对较低并具备提升空间。虽然今年两会推迟至 5 月下旬，但考虑到促进公共消费、保障国防等因素，我们预计 2020 年军费增速与去年

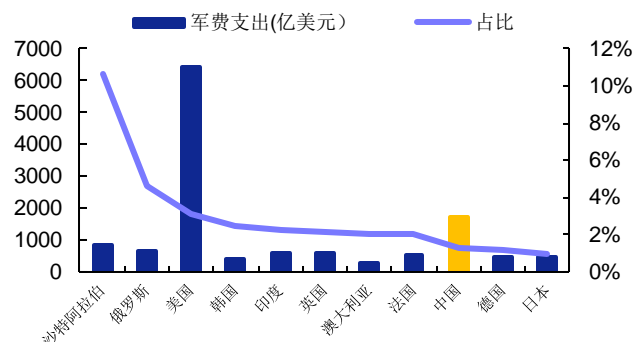
相比或将基本保持不变，预计将在 6.8%-7% 之间。

图 78：2009-2019 中国国防预算情况



资料来源：《新时代的中国国防》，安信证券研究中心

图 79：2018 年各国国防预算及占 GDP 比重图



资料来源：英国国际战略研究所，安信证券研究中心

- 3) 局势紧张方面，市场对美国撤侨、预备役动员等举动及周边局势紧张态势存在不合理预期，而我们认为周边局势紧张为常态，但发生战争可能性小。而从历史数据来看，局势紧张虽并非军工主要投资逻辑，但或有催化。

我们认为，军工板块的真正促进因素，一是业绩，二是估值。就基本面方面，对公司业绩影响的关键因素是用户需求和经济发展等因素。当前订单水平及军工周期决定 2020 年行业增长稳健，且因留存资金较多 2021 年或突破过去五年规律，呈现平稳增长格局，预计 2020 年全行业增速在 15-20% 附近，相比 2019 年呈现稳健并略有加快的态势，没有爆发式增长但也没有行业增速下降。主要逻辑如下：

- 1) 持续的资金投入是行业增长的首要因素。根据国防需要和宏观经济情况，我们预计今年国防预算增速在 6.8-7.0% 之间，而且关注军民融合基金等资金给行业带来的供给侧的变化。
- 2) 军改影响逐步消除。目前距离 2015 年 12 月军改开始已近 5 年时间并横跨十三五期间，此前人事变动、机制未理顺等一定程度影响订单和回款，但随着军改影响削弱，预计未来同比增长相对加快。
- 3) 新装备定型后处于迅速爬坡期带动行业发展。主战装备列装势头较快，比如某主力战机和某通用直升机等，一旦进入列装及产能爬坡阶段，往往在定型后 3—5 年处于快速爬坡上量阶段。此外，新式主战装备的配套产业链较长，且新机型新产品等单价和毛利率往往较高，因此有望带动产业链的业绩释放。
- 4) 军工体制改革提升企业经营效率。随着改革推进，行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革，使得行业生产效率得以改善。且股权激励有进一步推进的迹象，在价格改革的压力下，企业降低成本和费用的意愿将增强，可能带来行业盈利水平的提升。

表 20：近 2 年部分股权激励公司

公司名称	时间	方案
中航沈飞	2018/05/16	方式：限制性股票的股权激励； 数量：407.27 万股，占发行前总股本的 0.29%，定向发行新股； 对象：共 92 人，激励对象原则上限于上市公司董事、高级管理人员以及对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理人员和技术骨干； 条件：前一年净资产收益率不低于 6.00%，且不低于对标企业 50 分位水平；前一年净利润同比增长率不低于 8.00%，且不低于对标企业 50 分位水平；前一年 EVA（经济增加值）完成情况达到集团公司考核，且 ΔEVA 大于 0。
振华科技	2018/12/01	方式：股票期权激励计划； 数量：以 11.92 元/份授予 938 万份，约占总股本的 2%； 对象：共 417 人，包括公司及控股子公司的部分董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术人员、核心销售人员、核心技能人员 条件：以 18 年为基础，20-22 年净利润增长率不低于 25%、45%、65%，不低于对标企业 75 分位；净资产收益率不低于 4.25%、4.75%、5.25%，不低于对标企业 75 分位； ΔEVA 为正值
钢研高纳	2019/03/19	方式：限制性股票激励； 数量：以 6.23 元/股授予 1346.83 万股，占总股本的 3%，首次授予 2.852%+预留的 0.148%。 对象：138 人，总人数的 12.15%，包括公司董事、高级管理人员，以及其他经公司董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的核心骨干人员。 条件：以 18 年为基础，前一会计年度归母净利润复合增长率不低于 20%；ROE 分别不低于 8%、8.5%、9%； ΔEVA 大于 0；前两项指标不低于对标企业 75 分位值水平。
中航光电	2019/11/19	方式：限制性股票激励； 数量：以 23.43 元/股授予 3206.5 万股，占总股本的近 3%； 对象：1215 人，包括公司部分董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及子公司高级管理人员、核心骨干 条件：前一财务年度 ROE 不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位值；前一财务年度归母扣非净利润较 18 年复合增长率不低于 10%，且不低于 75 分位；前一财务年度 EVA 达到航空工业考核指标，且 ΔEVA 大于 0。

资料来源：各公司公告、安信证券研究中心

- 5) 军用技术民用化是军民融合重要内涵，将打开军工企业成长空间。此前市场认为，军工行业由于下游客户集中在军方且受限于国防预算限制，市场容量相对有限。但我们认为，国防科技工业为很多先进技术的发源地，被主要军事强国视为大国博弈的战略需求和提升国家科技创新能力的重要途径，随着以 5G 和智能驾驶等为代表的新技术发展，以及国产化替代和自主可控的推进，军工技术的先进性及自主性逐步被市场认知，其民用化市场的拓展将为军工行业不断注入新的活力，进一步打开军工公司的成长空间。

表 21：军民共用技术的典型代表

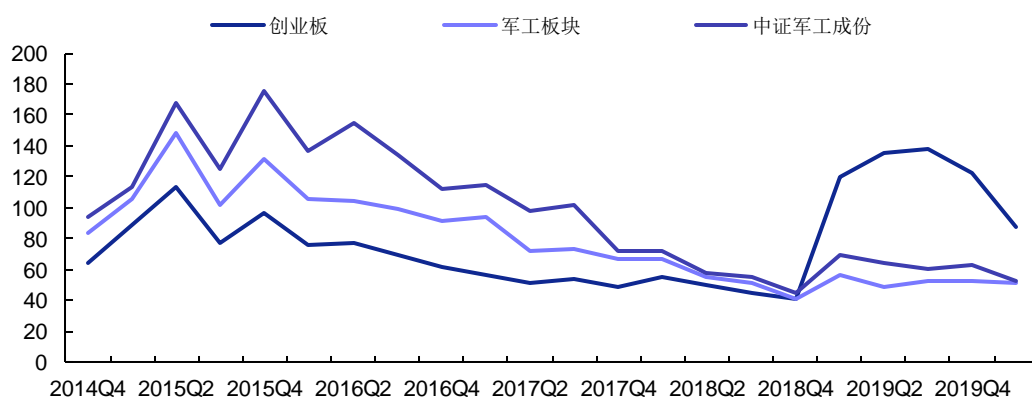
分类	技术方向	军用	民用	典型公司
信息化	北斗导航	单兵、车载、机载、弹载等	物联网、智能驾驶等	振芯科技、海格通信、华测导航、华力创通、中海达、合众思壮、北斗星通
	惯性导航	机载、弹载等	物联网、智能驾驶等	星网宇达、耐威科技、晨曦航空
	非制冷红外	热像仪、光电吊舱	消费产品、安防、智能驾驶等	睿创微纳、高德红外、大立科技
	三代半导体	相控阵雷达	5G 基站、电力电子等	海特高新、振华科技、13 所、55 所、亚光科技
新材料	碳纤维及复合材料	飞机、导弹等	风电叶片、压力容器等	光威复材、中简科技、中航高科
高端装备	无人机	侦查、打击等	物流领域等	长鹰信质、航天彩虹

资料来源：安信证券研究中心

7. 军工行业整体估值理性回归，当前不少标的估值与业绩增长匹配

截至 2020Q1 末，军工板块市盈率 (TTM) 为 53 倍，处于合理区间。军工板块的估值在 15Q4 达到历史高点 172 倍，截止目前已经实现连续五年的理性回归，2019 Q1-2020Q1 军工板块的市盈率 (TTM) 分别为 55.93、48.81、53.16、52.50、51.63，基本处于稳态，相比创业板，2018Q4 以来军工板块的整体估值水平开始低于创业板整体估值水平，主要归于军工板块整体业绩的稳健增长持续消化估值。此外，历史上军工板块的估值走势与创业板趋同，但 2019 年军工板块的估值水平与创业板的波动情况出现了较大差异。

图 80：军工板块市盈率 TTM 波动分析



资料来源：wind，安信证券研究中心

军工行业整体估值理性回归，基本处于正常制造业的估值水平，当前不少标的估值与业绩增长匹配。军工板块中再细分看，虽然军工板块整体估值 TTM 仍有 50 多倍，但内部分化大，历史上军工板块中部分公司估值因素中包含本身全部或者基本上为民品业务、体外军工资产注入预期等导致板块估值虚高。分开来看，目前军工板块中不少基本面优质的公司的估值与业绩增速匹配，其中比如主机厂中航沈飞、中直股份等估值水平已经处于历史估值下限区间、国企零部件业绩增速维持在 15-20% 左右，目前动态估值也在 20 多倍，而新材料业绩增速显著，未来两年有望继续维持 30% 以上的增速，目前估值水平也有业绩增速匹配；信息化具备 TMT 属性，同时代表了我军装备先进发展方向，本身就高于行业平均估值，且考虑到信息化、国产化及更新换代快等原因，预计保持较高增长，且军用技术民用化也有望打开相关公司的成长空间；民参军公司则受到前几年股权质押、军改影响等问题，估值低位自 19 年年初至今，戴维斯双击效果明显。

表 22：典型军工标的当前的估值水平

	名称	市值(亿)	归 母 净 利 润			归 母 净 利 润 增 速		PE	
			18A	19A	20E	19A	20E	19A	20E
主机厂	中航沈飞	468.99	7.43	8.78	11.40	18.10%	29.90%	53.4	41.1
	中直股份	260.61	5.10	5.88	6.99	15.26%	18.83%	44.3	37.3
	中航飞机	487.84	5.58	5.69	6.17	1.94%	8.46%	85.8	79.1
	内蒙一机	161.87	5.34	5.72	7.31	7.17%	27.86%	28.3	22.1
国 企 零 部 件	航天电器	114.76	3.59	4.02	4.84	12.06%	20.33%	28.5	23.7
	航天电子	177.30	4.57	4.58	4.91	0.34%	7.14%	38.7	36.1
	中航机电	298.44	8.37	9.61	11.20	14.84%	16.56%	31.1	26.6
	中航电子	243.69	4.79	5.56	6.39	16.00%	15.00%	43.8	38.1
	中航光电	394.46	9.54	10.71	12.89	12.30%	20.35%	36.8	30.6
	中航电测	62.62	1.56	2.12	2.59	36.00%	22.00%	29.5	24.2
信 息 化	航天发展	246.63	4.48	6.75	9.38	50.64%	39.06%	36.5	26.3
	振华科技	104.61	2.59	2.98	3.50	14.93%	17.60%	35.1	29.9
新 材 料	光威复材	283.64	3.77	5.22	6.34	38.56%	21.50%	54.4	44.7
	钢研高纳	75.95	1.07	1.56	1.91	45.84%	22.65%	48.8	39.8
	菲利华	78.25	1.61	1.92	2.49	18.83%	29.98%	40.8	31.4
	中航高科	205.20	3.04	5.64	4.04	58.26%	-28.37%	36.4	50.8
民 参 军	雷科防务	89.58	1.36	1.37	2.21	0.19%	61.86%	65.6	40.5
	七一二	202.88	2.25	3.45	5.24	53.52%	51.74%	58.8	38.7
	星网宇达	43.95	0.19	0.12	1.28	-35.09%	965.25%	365.7	34.3
	楚江新材	112.69	4.09	4.61	5.50	12.83%	19.30%	24.4	20.5
	天银机电	81.79	0.97	1.42	1.83	45.46%	29.29%	57.8	44.7
	海特高新	110.19	0.64	0.76	1.55	19.14%	103.12%	144.4	71.1
	红相股份	68.26	2.29	2.35	3.90	2.32%	66.16%	29.1	17.5
	亚光科技	114.06	1.59	2.80	3.47	75.37%	24.10%	40.8	32.9
	华伍股份	26.85	-0.99	0.78	1.3	-	66.23%	34.3	20.7
	爱乐达	51.61	0.68	0.78	1.20	13.98%	53.74%	66.1	43.0

资料来源：wind，安信证券研究中心，注：截止5月4日

8. 投资主线：重点关注信息化、新材料、主机厂等方向

我们仍建议重点关注信息化、新材料、主机厂、国企零部件及民参军等方向，其中：

- 1) 信息化：信息化、更新换代及国产化替代使得长期增长确定性高，且业绩增长相对较快并具有 TMT 属性，首推航天发展、振华科技，对应 2020 年估值均在 20 多倍；此外密切关注北斗和低轨星座进展；

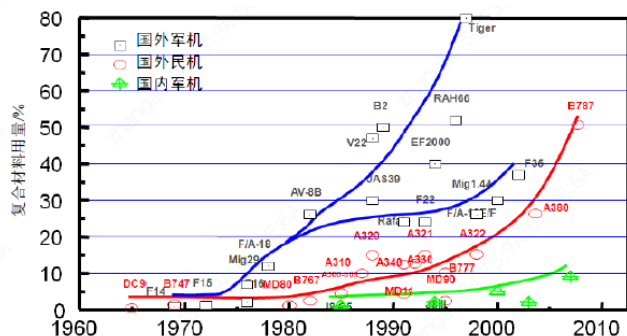
表 23：信息化公司长期增长确定性高

主要逻辑	具体说明
信息化	产品附加值高，以航电为例，单价价值占比由 10%+至 40%+
更新换代快	“一代飞机、三代航电”，而大部分装备制造的折旧周期往往较长
国产化	美国禁运凸显自主可控重要性，部分高端核心元器件的国产化进程将加速，

资料来源：安信证券研究中心

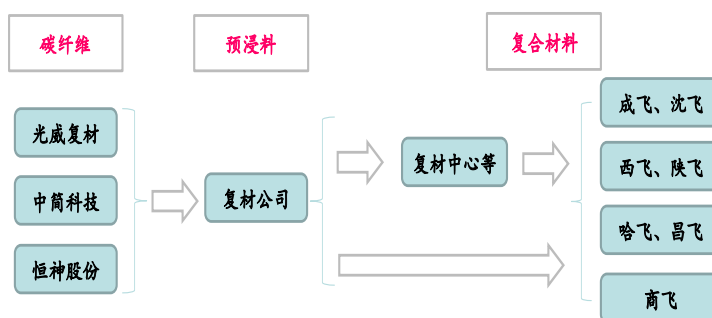
- 2) 新材料：具有较高技术壁垒和资金壁垒，新机型列装且占比提高带动新材料放量，规模效应凸显推动毛利率提升，如光威复材碳纤维与织物的毛利率由 50%多提升至近 80%多，中航高科复合材料毛利率由 24%提升至 31%，重点关注中航高科、光威复材、钢研高纳、菲利华等；

图 81：不同机型复材占比



资料来源：碳纤维未来发展前景分析，安信证券研究中心

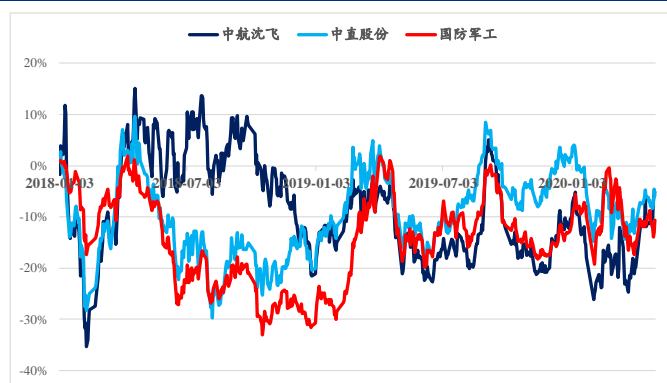
图 82：复合材料产业链格局清晰、景气度高



资料来源：Qyresearch，北京恒州博智汽车研究中心，安信证券研究中心

- 3) 主机厂：近 1 年多股价平稳，未来几年增长确定性高且较为稳健，并能够支持当前估值水平，如中航沈飞、中直股份等；

图 83：沈飞、中直股价表现



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 84：沈飞、中直 PE-TTM



资料来源：Qyresearch，北京恒州博智汽车研究中心，安信证券研究中心

- 4) 国企零部件：增长稳健，且回撤较小，关注中航机电、航天电器、中航光电等；
- 5) 民参军：民企此前因商誉减值、股权质押等导致市场担忧，估值下杀到底部，随着军改削弱等带来基本面好转，民参军公司有望迎来戴维斯双击，关注红相股份、雷科防务、爱乐达、楚江新材、星网宇达等。

重点关注航天发展、振华科技、中航高科/光威复材/菲利华、中航沈飞/中直股份、航天电器/中航机电/中航光电、以及民参军组合如雷科防务/红相股份/爱乐达等。

9. 重点公司年报及一季报点评

9.1. 航天发展年报及一季报点评：业务布局全面清晰，2020Q1 扣费归母净利润增长 55%

■事件：公司发布 2019 年度报告和 2020 年一季报，2019 年实现营业收入（40.39 亿元，+14.89%），归母净利润（6.75 亿元，+50.64%）；2020Q1 实现营收（7.68 亿元，+1.81%），归母净（1.23 亿元，+19.29%），扣非归母净利润（1.24 亿元，+54.56%）。

■2019 年各板块业务稳健发展，全年业绩成长显著

公司 2019 年收入同比增长 15%，归母净利润同比增长 51%，新签军品合同额（34.29 亿，21.6%），军品收入（23.28 亿，+22.5%）。其中：

1) 电子蓝军实现装备平台化发展并拓展对抗体系构建能力。南京长峰实现收入（18.40 亿，+17%）、净利润（3.15 亿，+52%），其中江苏大洋实现收入 11.15 亿元、净利润 6068 万元；欧地安分拆军品成立航天长屏、南京波平并剥离北京欧地安 70% 股权，电磁防护进一步整合聚焦。

2) 网络信息安全以公安大数据为发展着力点并大力推动信创产业发展，智能文件交换行业市场占有率超 70%。备份容灾产业行业增速排名第一，国内市场份额进入前八。其中锐安科技实现净利润 2.16 亿元并完成业绩承诺，由于持有 43.34% 股权按权益法确认体现为投资收益 9377 万元，壹进制和航天开元实现净利润 4380 万元，根据业绩承诺 2020 年 3 家子公司合计实现净利润 1.68 亿元，或将大概率完成。此外公司提出要完善网络空间安全产业布局，加速外延式发展。

3) 微系统研究院虽然 2018 年 11 月成立，2019 年已经实现收入 1.39 亿，考虑到当前基数较低以及自主可控的需求，有望继续保持高速增长。

预收账款和存货同比大幅增长。2019 年预收款项同比增长 152%，存货同比增长 11.05%，在产品以及发出商品分别增加 20.98% 及 483%，或表明公司在手订单情况良好，后续随着产品交付确认将兑现至收入增长。

■Q1 收入、归母净、扣非归母净同比分别增长 1.81%、19.29%、54.56%

2020Q1 因结转收入、利润的产品结构发生变化，毛利较低的海洋信息装备产品收入较上年同期降低，毛利较高的数字蓝军与蓝军装备产品、5G 通信与指控装备产品收入较上年同期增加，因此利润增长远高于收入增长。Q1 占全年比重较小，仍保持稳健增长，且根据互动 e 子公司南京长峰 Q1 合并口径新签合同同比增长 248.52%，预计主要为南京长峰电子蓝军业务及江苏大洋船舶板块。根据资产负债表，Q1 存货 12.06 亿，较期初增长 58%，合同负债 3.68 亿，较期初增长 219%，反映了公司订单态势良好，为全年业绩增长奠定良好基础。

■加速剥离非核心主业及资产，深入推进资本（资产）结构优化

4 月 28 日公司领导干部会议，董事长崔总提出“确保按计划高质量完成以重大演训任务为代表的科研、生产和保障任务，持续推进 5G 通信指控业务搭建，扩展军网、专网及公网市场；深化网络安全领域战略布局；加大对芯片及微系统领域整合力度；推动电子蓝军业务资产重组，整合内部优质资源并吸收外部产业链优质公司等。

公司在年报中指出，已完成航天福昕、航天恒容转让及福发设备减资等工作，业务结构得到进一步优化，并积极推进部分民品业务剥离工作。同时公司正全面开展产业布局，深化并购重组，提升产业发展能力，实现做强、做优、做大。其中：

- 1) 推进 5G 通信与指控装备领域产业布局的搭建，完成 5G 通信研究院设立，通过并购重组，拓展军网、专网及公网市场；
- 2) 深化网络空间安全领域的战略布局，夯实发展基础；
- 3) 加大对芯片及微系统领域优质公司的整合力度，构建具有行业影响力的产业板块；
- 4) 推动电子蓝军领域内外部资产重组，整合内部优质企业资源，吸收外部产业链相关优质公司，打造国内一流的蓝军装备服务企业；
- 5) 继续加速开展非核心产业剥离，聚焦核心主业。

■投资建议：公司内生与外延并重，是被低估的纯正国防信息化标的，也是集团“新产

业、新领域的拓展平台，社会化资源的组织平台”。公司以电子信息为核心，其中电磁科技业务较为稀缺，高速发展；通过收购锐安科技等，依托航天科工集团和公安部三所打造网络信息安全国家队，贡献业绩增量；成立微系统研究院，实现核心部件自主可控，发展可期。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 9.38、11.70、14.05 亿元，对应 PE 分别为 26、21、18 倍。

■风险提示：业务发展低于预期；收并购等资产整合进程不及预期

9.2. 中航高科年报点评：复材公司 2019 实现净利润 2.98 亿元，同比增长 38.60%，收入、利润或将加速释放

■事件：公司 3 月 15 日发布 2019 年度报告，实现营业收入（24.73 亿元，-6.76%），实现归母净利润（5.64 亿元，+58.26%）

■中航复材仍是公司主要利润收入来源，2020 年新材料业务预计利润总额同比增长 53%

目前公司主要收入利润仍来自子公司中航复材。2019 年 12 月公司完成江苏致豪地产业务剥离，其并表净利润 1.12 亿元。根据 2019 年年报，中航复材的预浸料及蜂窝产品生产分别同比增长 20.3%及 45%，实现营业收入（19.46 亿元，同比+31%），预计伴随以 20 为代表的新机型放量及复材用量提升，预计未来 2-3 年复合材料增长确定性较高。其 2019 年毛利率 31.03%，提升 1.51pct，预计主要因管理效能提升及产量提升后的规模效应带动毛利率近年从 25%不断提升至 31%。其 2019 年实现利润总额（3.45 亿元，同比+37%），实现净利润（2.98 亿元，同比+38%），净利率 15.31%，提升 0.9pct。

2020 年关联交易、新材料收入、利润总额分别规划增长 36.35%、36.88%、53.43%。处于复合材料产业链中游预浸料的关键环节，下游主要为集团内部各主机厂及科研单位等。根据 2019 年年报，公司 2019 年购买商品的关联交易额预计为（19.01 亿元，+33.22%），并实际完成（16.92%，+26.93%），预计 2020 年为 25.92 亿元，较 2019 年预测额同比增长 36.35%。根据其 2020 年规划，公司新材料业务计划实现营业收入（28.06 亿元，同比+36.88%），利润总额（5.14 亿元，同比+53.43%），规划呈现进一步加速释放态势。

持续关注军民品产能扩充情况。根据年报，航空工业复材顺义生产园区一期项目已正式投产运行，二期项目建设正加速推进，累计投资 2.89 亿元，2019 年转入固定资产 2.60 亿元，可有效满足树脂基复合材料、结构功能一体化复合材料、陶瓷基复合材料、复合材料表征检测等研究实验所需的建筑需求。此外，公司为促进复材技术在民用领域大规模应用，推动民用预浸料技术和产品发展，满足通用航空、汽车及轨道交通等行业大批量、快节奏的制造需求，公司已于 2018 年在南通建设了年产能 50 万平方米的民用预浸料产业化项目，并已于 2018 年年底完工，预计新项目投入使用后，公司民用领域复材产业化能力将得到进一步提升。

■上游碳纤维、中游预浸料与下游主机厂交叉验证，航空复材产业链将保持高增长

中航复材处于航空复合材料产业链中游预浸料的关键环节，并占据主导地位，依托复合材料的设计性、多年的树脂体系积累及集团渠道关系构建了深厚的壁垒，其 2015-2019 年利润复合增速为 28.39%。目前以 J-20、Z-20、Y-20 等为代表的新机型逐步量产，其复合材料占比相较原有机型均有较大程度的提高（根据知网，国外先进战机复合材料占比 30%甚至更高、先进直升机复合材料占比近 50%），势必带动对复合材料需求量的提升，且新机型的附加值较高，因此预计未来 2-3 年随着新机型量产交付，复合材料需求及价值量将有较大提升，有望至少保持 30%以上的复合增长，成长性突出。

■投资建议：公司在复合材料产业链关键环节处于主导地位，直接受益于以 20 为代表的新机型放量，成长性突出；控股股东变更为航空工业集团，有望推进内部资源整合。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.04、5.36、6.96 亿元，对应估值分别为 51、38、29 倍。

■风险提示：军品订单不及预期；民品领域拓展不及预期；集团整改进程不及预期

9.3. 中航高科一季报点评：2020Q1 归母净利润同比增长 62.68%，复合材料业务成长显著

■事件：公司发布 2020 年一季度报，实现营业收入（7.71 亿元，+12.78%），实现归母净利润（1.86 亿元，+62.68%），超市场预期。

■收入、归母净利润大幅增长超市场预期，新材料业务成长显著

公司 2020Q1 新材料业务远超市场预期。航空新材料业务收入（7.63 亿元，+58.96%），归母净利润（1.92 亿元，+193.03%），主要因复合材料业务收入增长、确认收入产品结构变化以及规模效益导致的毛利率提升所致。在地产业务剥离（上年同期实现净利润 6989 万元）以及机床装备业务因疫情影响需求降低（本期收入 1278 万元，下降 34.08%，净利润同比减亏 112.85 万元）的情况下，仍保持了整体收入增长 13%，净利润增长 63%，扣非归母净利润增长 57%。

公司作为上游原材料标的，上半年收入利润确认或高于下半年。参考 2019 年情况，2019H1 新材料业务实现收入（11.57 亿元，+48.04%），净利润（1.90 亿元，+122.25%）；2019 年实现收入（20.50 亿元，+48.40%），净利润（2.87 亿元，+36.63%）。根据 2019 年报，2020 年公司新材料业务力争实现收入（28.06 亿元，+36.88%），利润总额（5.14 亿元，+53.53%），目前 Q1 基本占全年规划收入的 27%。

毛利率、净利率大幅提升。2020Q1 公司毛利率 32.71%，同比提升 1.43pct，或主要因公司产品结构调整高毛利率占比提升及规模效应带动成本下降所致。Q1 净利率提升 6.17pct 至 24.09%，或主要因新材料业务的毛利率提升及费用率下滑所致。其中费用率方面，因疫情影响销售人员费用减少，2020Q1 销售费用同比下滑 37.76%；因母公司存款利息收入增加致使 Q1 财务费用同比大幅下滑；管理费用同比增长 6%，基本保持平稳，研发费用同比增长 25.22%。

持续关注发出商品等资产负债表科目的变化。2020Q1 存货 13.85 亿元，同比下滑 54.15%，或主要受江苏致豪股权转让所致；预付款项 0.78 亿元，较 2019 年末增长 30.06%，或表明公司正积极采购原材料以应对订单增长。应收账款 12.91 亿元，较 2019 年末增长 99.53%，主要源于子公司中航复材收入增加所致，回款主要集中在年末。此外，要重点关注半年报和年报发出中发出商品的变化，反应新材料行业景气度，2019 年末公司发出商品（11.51 亿元，+42.98%），其增速高于收入增速。

■卡位优势明显，在产业链关键环节占据主导地位，依托 20 机型放量成长性突出

中航复材处于航空复合材料产业链中游预浸料的关键环节，并占据主导位置，依托复合材料的设计性、多年的树脂体系积累及集团渠道关系构建了深厚的壁垒，其 2015-2019 年利润复合增速为 28.39%。目前以 J-20、Z-20、Y-20 等为代表的新机型逐步量产，其复合材料占比比较原有机型均有较大程度的提高（根据知网，国外先进战机复合材料占比 30%甚至更高、先进直升机复合材料占比近 50%），势必带动对复合材料需求量的提升，且新机型的附加值较高，因此预计未来 2-3 年随着新机型量产交付，复合材料需求及价值量将有较大提升，有望

至少保持 30% 以上的复合增长，成长性突出。

■投资建议：公司在复合材料产业链关键环节处于主导地位，直接受益于以 20 为代表的新机型放量，成长性突出；控股股东变更为航空工业集团，作为国有投资改革试点，关注后续变化。考虑到 Q1 业绩超市场预期及季度见确认节奏，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.04、5.36、6.96 亿元，暂时维持业绩预测不做上调，对应估值分别为 51、38、29 倍。

■风险提示：军品订单不及预期；民品领域拓展不及预期；集团整改进程不及预期

9.4. 光威复材年报点评：军民品业务保持高增长，看好未来发展

■事件：(1) 19 年公司实现收入 17.15 亿元，同比+25.77%，实现归母净利润 5.22 亿元，同比+38.56%。公司拟每 10 股派发现金股利 5 元（含税）。(2) 20 年 Q1 公司预计归母净利润 1.58~1.74 亿元，同比增长 0%~10%。

■公司 19 年军品及碳梁业务均实现高增长

军品是公司利润的最主要来源，19 年签订的大合同总金额为 9.27 亿元（含税），公司积极组织生产及交付，合同履行率为 86.24%，符合市场预期。三代机列装平稳，以及直升机和运输机等新机型上量节奏快且复材化率提高，拉动 T300 需求快速增长。公司碳纤维及织物实现营业收入 7.98 亿元，同比+32.22%，毛利率 79.29%，较去年同期持平。碳梁方面，实现收入 6.73 亿元，同比+29.24%，毛利率稳定在 22%，公司 19 年上半年碳梁产线 40 条，由于行业景气度较高，下半年新增 10 条，公司碳梁业务有望保持增长。这里值得一提的是，公司 19 年前五大供应商中新增吉林精功，采购金额达 9 千万，主要用于碳梁的生产，可以看到我国在大丝束的生产技术上已实现明显突破，预计与海外大丝束的性价比已达可比程度，公司规划自建的大丝束产线达产后，我们认为碳梁业务毛利率有望提升。

■Q1 受疫情影响业绩增速低于预期，不改全年看好公司较高增长

公司 Q1 在受到疫情影响的情况下，力保军品碳纤维及织物的生产及交付，业务保持稳定增长，但因为军品收入确认过程较繁琐，需要客户复验并反馈，Q1 军品收入增长低于预期。由于下游生产按计划进行，全年看不会受到明显影响，所以我们认为公司军品业务全年有望维持较高增长。另外，公司 AV500 系列无人机总装首架完成，多项关键装备配套复合材料结构产品逐步转入批量生产阶段，有望为公司增加利润贡献。风电碳梁方面，由于主要出口至亚洲、中美洲和欧洲，终端客户为全球业务布局并拥有全球化的供应链体系，故受到影响较大，欧洲部分订单推迟发货。我们认为，本次疫情为一次性冲击事件，不改碳纤维风电机组在全球的推广趋势，只是延后了进展，故疫情过后公司碳纤业务恢复增长的确性强。

■募投项目顺利推进，在研项目众多奠定公司长期发展

公司“高强高模碳纤维产业化项目”已于 2020 年 3 月 27 日结题验收，预计 2020 年底达到预定可使用状态，有望助力公司进军航天领域、并开拓高端体育休闲市场；“军民融合高强度碳纤维高效制备技术产业化项目”建设顺利推进，公司争取在年内投产，并通过优化工艺技术进一步降低碳纤维生产成本，扩大产量，抓住压力容器和建筑补强等领域的发展机遇；包头万吨级低成本大丝束项目一期计划 21 年底建成投产，该项目有望帮公司解决碳梁用丝供应不足的问题，并完善产业链、助力公司拓展民品业务。高端型号储备方面，公司国产 T800H 级一条龙项目完成了批次性能评价和相关标准等工作，开始小批量供货；高强高模一条龙项目通过某院材料评审；国产 T1000G-12K 级成功进行了工艺性及爆破验证试验；通过中车四方科研合作方的资质评审，取得合作入门证，并合作启动多个碳纤维复合材料应用开发项目。公司是我国碳纤维材料发展的领军者，具有过硬的技术，将充分受益产品进口

替代及行业的高速发展。

■投资建议：公司既是国内碳纤维生产的龙头企业，已形成产品系列化发展，并且依托风电碳梁生产及航空、轨交等复材研发，也是国内领先的碳纤维应用企业。目前军品仍是主要利润来源，依托航空高景气，T300 稳健增长，关注 T800 等高性能产品跟随型号定型列装带来的业绩弹性；民品重点关注低成本化拓展，干喷湿纺 T700S 量产或将带来业绩增量，大丝束则有助于不断拓展应用市场并降低自身采购成本。预计 2020-2022 年公司的归母净利润分别为 6.34、7.90、9.77 亿元，对应 PE 分别为 44、36、29 倍。

■风险提示：军品新产品开发及验证风险；价格下滑风险；安全生产风险

9.5. 光威复材一季报点评：2020Q1 归母净利润同比增长 8.28%，符合预期

■事件：公司发布 2020 年一季度报，实现营业收入（4.88 亿元，+12.31%），归母净利润（1.72 亿元，+8.28%），符合预期。

■收入利润同步增长，碳纤维业务保持高增长

碳纤维业务实现收入（2.91 亿元，+32.29%），主要因军品客户需求持续增长及民品纤维贡献增量所致，1）公司 2020 年《武器装备配套产品订货合同》9.98 亿元，一季度合同执行率达 28.96%，考虑往年订单高执行率、行业高需求以及公司在产品技术与生产能力上的优势，预计全年订单执行情况依旧良好，若按照 90%执行率计算，则预计全年兑现至收入金额将达（8.98 亿元，+12.40%），若 T700S 在航天领域的突破以及 T800H 开始小批量供货，则军品业务有望带来新业绩增量。2）民品纤维方面，当前 T700S 产品已投入市场，主要用于建筑补强、气瓶及预浸料等，根据年报，上海悍马（国内建筑补强领域前两名）已成为公司重要客户，2019 年实现供货 2300 万元，预计 2020 年将形成几百吨销售；同时公司已通过中车四方科研合作方资产评审，取得合作入门证，并启动多个碳纤维复材应用开发项目，未来有望在轨交领域挖掘更多碳纤维复材需求，为募投项目“军民融合高强度碳纤维高效制备技术产业化项目”产品市场开发和产能消化提供了有效保障。

民品业务受疫情影响有所下滑。公司风电碳梁、预浸料、复合材料及装备制造业务因一季度受疫情影响及防控政策要求，部分客户存在推迟复工及发货情况导致销售收入均出现同比下滑，其中风电碳梁业务实现收入（1.54 亿元，-1.95%），预计影响或主要集中于欧洲地区，但考虑欧洲业务仅占 2020 年碳梁业务规模 5.5%，全年影响或相对可控。

毛利率大幅提升，净利率出现下滑。2020Q1 毛利率同比提升 3.49pct 至 55.60%，或主要因民品交付受疫情影响，军品占比同比增加所致；净利率同比下滑 1.33pct，环比提升 11.05% 至 35.14%，环比提升或主要因部分费用集中在 2019Q4 所致，同比下滑或主要因管理费用受股票激励股份支付费用增加影响，同比增长 54.67%所致。

从资产负债表看，存货 3.28 亿元，+较 2019 年末增长 10.44%，预付账款 0.28 亿元，较 2019 年末增长 69.60%，反应公司正积极备货应对碳梁及军品订单增长。同时，2020Q1 在建工程较 2019 年末减少 1.5 亿元，固定资产增加 1.89 亿元，主要因“高模高强型碳纤维产业化项目”投产所致。

从现金流量表看，2020Q1 公司销售商品及提供劳务收到现金（3.39 亿元，-20.61%），且军品现金回款较 2019 年同期减少，购买商品现金支出较 2019 年同期增加，导致公司经营性现金流净额下降幅度较大。

■投资建议：公司既是国内碳纤维生产的龙头企业，已形成产品系列化发展，并且依托风电碳梁生产及航空、轨交等复材研发，也是国内领先的碳纤维应用企业。目前军品仍是主要利润来源，依托航空高景气，T300 稳健增长，关注 T800 等高性能产品跟随型号定型列装带来的业绩弹性；民品重点关注低成本化拓展，干喷湿纺 T700S 量产或将带来业绩增量，大丝束则有助于不断拓展应用市场并降低自身采购成本。预计 2020-2022 年公司的归母净利润分别为 6.34、7.90、9.77 亿元，对应 PE 分别为 44、36、29 倍。

■风险提示：订单执行率不及预期；民品市场拓展较慢；疫情影响持续

9.6. 振华科技年报点评：高新电子稳健增长，订单金额增长 24% 以上

■事件：公司发布 2019 年度报告，实现营业收入（36.68 亿元，-31.27%），利润总额（3.97 亿元，+9.51%），归母净利润（2.98 亿元，-2.67%）。

■新型电子元器件毛利率大幅提升，高新产品订单金额增长 24% 以上

因振华通信出表整体收入有所下滑，仅新型电子元器件业务实现收入（33.10 亿元，+11.22%），实现利润总额（6.43 亿元，114.55%），

新型电子元器件分部实现净利润（5.16 亿元，+102.35%），主要来自公司持续推进结构调整转型升级，着力于提质增效、降本控险，高附加值产品销售占比增长，毛利率提升 5.83pct 至 48.30%，相较行业同类型公司仍有提升空间。高新产品订单合同金额实现 24% 以上的增长，公司作为军工电子元器件上游企业，随着信息化建设及国产替代刚性需求，高新电子业务或将保持稳定增长。

振华新能源仍有一定拖累，但已有减亏。2019 年振华新能源收入（2.99 亿元，+3.46%），净利润-5815 万元，较 2018 年-5943 万元略有减亏。考虑振华新能源的转型及军品定型列装，预计 2019 年或进一步减亏。

振华通信影响投资收益、资产减值及信用减值，因此整体利润略有下滑。因振华通信出表及经营亏损，2019 年 5-12 月按持股比例计算投资损失 20,914 万元，期末股权投资余额 1,538 万元全额计提减值准备，按 50% 单项计提深圳通信其他应收款、委托贷款信用减值 10,544 万元，合计影响 32996 万元。考虑上市公司因深圳通信诉讼问题存在 4.3 亿元债权及股权潜在减值损失，预计剩余 1 亿元将在 2020 年大概率计提完毕。根据 2020 年度公司主要指标，预计营业收入 37.26 亿元，相较 2019 年新型电子元器件同比增长 12.57%，利润总额 4.05 亿元。

■加速向高端转型，目前已布局 IGBT 并参股森未科技

公司目前持有成都森未科技 20% 股权，其 IGBT 产品可对标英飞凌，且已实现小批量量产和销售。森未科技产品均采用第六代或第七代 IGBT 技术相关，其已实现第六代产品的国产化，其中 650V/50A 和 1200V/100A 产品已实现小批量量产和销售。森未已经掌握全球 IGBT 产品市场上普遍采用的“沟槽栅+场截止技术”主流技术，通过国内工艺代工验证，通过与英飞凌公司同类产品进行对比测试和实际工况下的性能对比，结果表明其系列产品性能可完全对标德国英飞凌产品。

关注公司后续在 IGBT 领域的持续进展。根据 2019 年报，公司完成多款 IGBT 芯片研制，并完成国内首个 IGBT 特种行业标准编制，且 IGBT 模块已配套多家用户。公司拥有领先的产品技术布局，并依托中国电子集团渠道优势，或可占据军工市场较高的份额。持续关注公司后续在 IGBT 领域的布局进展，或将成为公司新的业绩增长点。

■关注集团芯片等优质资产的后续安排

公司作为电子元器件业务的上市平台，此前已先后整合振华永光、振华新云等，目前中国电子和振华集团旗下仍然拥有较多元器件和芯片业务资产有待整合。振华集团目前持有振华风光 51.6%、成都华微 54.1% 等股权，其中成都华微是国内自主替代 FPGA 龙头、ADDA 骨干企业；振华风光是国内半导体分立器件的研制生产骨干厂家，持续关注相关优质资产的后续安排。

■投资建议：公司聚焦军工电子元器件业务，将充分受益于未来两年军工行业的确定性增长，仅依托原有军工电子的利润体量并给与可比公司一般估值即可支撑百亿市值，而 IGBT 业务的拓展，并依托集团芯片资产的期权或带来公司价值重估。我们预计 2020-2022 年公司的归母净利润分别为 3.50、4.72、5.71 亿元，对应 PE 分别为 30、22、18 倍。

■风险提示：订单不及预期；资产减值计提节奏低于预期；集团资产安排节奏较慢

9.7. 振华科技一季报点评：2020Q1 归母净利润增长 2.53%，符合预期

■事件：公司发布 2020 年一季度报，实现营业收入（8.88 亿元，-23.33%），归母净利润（1.11 亿元，+2.53%），符合预期。

■利润平稳增长，深通信出表致使收入同比下滑

一季度收入同比下降主要因子公司振华深通信自 2019 年 5 月起不再纳入公司合并报表范围，导致营业收入同比减少 2.83 亿元，利润同比保持稳定增长，预计增长贡献或主要来自于新型电子元器件业务，且公司作为军工电子元器件上游企业，随着信息化建设及国产替代刚性需求，高新电子业务或将保持增长，全年业绩有望维持平稳增长态势，根据公司 2020 年度主要指标预计，营业收入 37.26 亿元，较 2019 年新型电子元器件同比增长 12.57%，利润总额 4.05 亿元。

毛利率净利率稳步提升。受公司持续推进产品结构调整，着力于提质增效、降本控险及高附加值产品销售占比提高积极影响，公司 2020Q1 毛利率同比提升 14.88pct，环比提升 1.55pct 至 51.12%，预计伴随高附加值产品占比继续提升，后续或仍有提升空间；公司 Q1 净利率 12.46%，同比提升 3.81pct，或主要因毛利率大幅提升及财务费用受深通信出表及公司利息收入增加同比减少 63.37% 所致。

存货基本保持平稳，预付账款增加 28.87%。公司 2020Q1 存货较 2019 年末下降 1.16%，基本平稳；应收账款 20.34 亿元，较 2019 年末增长 49.30%，主要因电子元器件行业客户回款主要集中于下半年所致；因部分企业 Q1 发货确认收入，预收账款较年初下降 54.16%；预付账款 1.83 亿元，较年初增长 28.87%，或反应公司正积极备货应对订单增长。

从现金流量表看，因公司参加应收账款证券化及保理业务，支付代收客户回款 9712 万元，且深通信出表后导致现金流净额增加 7114 万元，2020Q1 实现经营性现金流净额-2.20 亿元，同比下滑 14.63%。

■加速向高端转型，目前已布局 IGBT 并参股森未科技

公司目前持有成都森未科技 20% 股权，其 IGBT 产品可对标英飞凌，且已实现小批量量产和销售。森未科技产品均采用第六代或第七代 IGBT 技术相关，其已实现第六代产品的国产化，其中 650V/50A 和 1200V/100A 产品已实现小批量量产和销售。森未已经掌握全球 IGBT 产

品市场上普遍采用的“沟槽栅+场截止技术”主流技术，通过国内工艺代工验证，通过与英飞凌公司同类产品进行对比测试和实际工况下的性能对比，结果表明其系列产品性能可完全对标德国英飞凌产品。

关注公司后续在 IGBT 领域的持续进展。根据 2019 年报，公司完成多款 IGBT 芯片研制，并完成国内首个 IGBT 特种行业标准编制，且 IGBT 模块已配套多家用户。公司拥有领先的产品技术布局，并依托中国电子集团渠道优势，或可占据军工市场较高的份额。持续关注公司后续在 IGBT 领域的布局进展，或将成为公司新的业绩增长点。

■关注集团芯片等优质资产的后续安排

公司作为电子元器件业务的上市平台，此前已先后整合振华永光、振华新云等，目前中国电子和振华集团旗下仍然拥有较多元器件和芯片业务资产有待整合。振华集团目前持有振华风光 51.6%、成都华微 54.1% 等股权，其中成都华微是国内自主替代 FPGA 龙头、ADDA 骨干企业；振华风光是国内半导体分立器件的研制生产骨干厂家，持续关注相关优质资产的后续安排。

■投资建议：公司聚焦军工电子元器件业务，将充分受益于未来两年军工行业的确定性增长，仅依托原有军工电子的利润体量并给与可比公司一般估值即可支撑百亿市值，而 IGBT 业务的拓展，并依托集团芯片资产的期权或带来公司价值重估。我们预计 2020-2022 年公司的归母净利润分别为 3.50、4.72、5.71 亿元，对应 PE 分别为 30、22、18 倍。

■风险提示：订单不及预期；资产减值计提节奏低于预期；集团资产安排节奏较慢

9.8. 雷科防务年报及一季报点评：2019 年收入利润稳步提升，雷达、智能弹药及卫星应用增长可期

■事件：公司发布 2019 年度报告，实现营业收入（11.25 亿元，+13.16%），归母净利润（1.37 亿元，+0.19%）；2020 一季度实现营业收入（1.33 亿元，-23.25%），归母净利润（0.18 亿元，+14.70%）

■受益各业务板块拓展顺利，收入利润稳步提升

受益雷达、智能弹药、卫星应用及安全储存四大业务板块军民领域稳步拓展，公司收入利润稳步提升，其中：

1) 雷达业务稳步成长，军民领域同步发展。2019 年收入（2.68 亿元，+3.27%），毛利率下滑 2.94pct 至 42.33%，或因民品起量所致。军品方面，公司特种雷达进入批产阶段，某军用高分辨毫米波雷达完成定型开始交付，并中标某重大雷达 5000 万预研课题，后续应用前景广阔；毫米波雷达反无人机系统取得突破性增长，2019 年中标 19 次，并入选北京冬奥会项目。民品方面，77GHz 车载高精度毫米波雷达于 2019 年上线批量生产供货，公司是百度阿波罗计划唯一合作厂商，并与比亚迪、长安及北汽等车企开展合作，有望成为智能汽车市场标配化配置；子公司理工雷科雷达传感器产品开始上市销售，并参与大兴机场 FOD 探测系统建设，2019 年实现净利润（9954 万元，+9.44%）。

2) 智能弹药需求提升，未来成长可期。2019 年智能弹药业务收入（1.91 亿元，+30.80%），毛利率下滑 4.22pct 至 67.84%。系统方面，遥控武器站产品已批量列装客户，且外贸产品已完成定型，关注后续海外市场拓展；分系统方面，依托与兵装集团合作开展巡飞弹及导引头研制项目，巡飞弹外贸样机通过实验鉴定，为军贸市场奠定良好基础，毫米波导引头开始批量交付，捷联式导引头全年实现交付 5000 余套，后续成长可期。

3)卫星应用领域优势显著,关注北斗导航后续进展。2019 年卫星应用业务收入 (4.67 亿元, +22.31%), 毛利率 47.28%, 提升 1.13pct。星上实时处理方面, 公司成功研制国内首颗星载 SAR 芯片, 配合公司光学卫星及 SAR 卫星在轨实时处理器, 预计未来三年将持续贡献产值; 地面遥感方面, 公司参与多个国防、航天及空间基础地面遥感测控站建设, 完成某海外地面站项目交付, 嵌入式卫星遥感设备在“雪龙号”装备应用, 且子公司爱科特在卫星地面站市占率较高, 多款在研项目放量在即, 2019 年实现净利润 (6927 万元, +32.73%); 北斗导航领域, 公司 2019 年取得 10 余款军用型号项目并实现批量交付, 且在民用领域成功进入智能无人矿山, 持续关注北斗 3 号组网完成后行业景气度回暖带来业绩弹性。

4)安全存储收入 (1.86 亿元, -7.49%), 毛利率下滑 1.24pct 至 16.79%。公司正式流片 SSD 控制器芯片, SSD 存储盘产品出货量大幅增长, 创历史新高; 此外, 公司存储阵列已实现自主可控并进入军方采集名单, 有望大规模批量装备, 并贡献业绩增量。

毛利率稳步提升, 净利率有所下滑导致利润增速低于收入增速。公司 2019 年毛利率提升 0.29pct 至 44.09%, 或因智能弹药及卫星应用等高毛利产品占比增加所致, 净利率下滑 1.45pct 至 13.49%, 或因 2019 年授信使用增加导致利息费用增加带动财务费用同比大幅增长所致。

预付账款及预收款项大幅增长, 现金流情况持续改善。公司 2019 年预付账款及预收款项同比均大幅增长, 或表明公司后续订单情况良好, 正积极备产备货。2019 年公司销售商品提供劳务及现金流流入分别增长 5.29%及 4.77%, 叠加公司加大应收账款催收力度, 实现现金流净额 1.05 亿元, 同比改善显著。

2020Q1 实现收入 (1.33 亿元, -23.25%), 实现归母净 (0.18 亿元, +14.70%)。Q1 利润保持增长或主要因疫情导致公司复工时间延后致使营业成本降低, 且 2020Q1 不再存在股权激励摊销费用, 管理费用大幅下降所致。根据资产负债表, 公司 Q1 存货及预收款项较年初分别增加 22.90%及 21.74%, 或反应订单预期向好。根据现金流量表, 公司销售商品及提供劳务收到现金同比增长 33.98%, 叠加 Q1 回款情况良好, 现金流净额从-1.47 亿元增加至-0.71 亿元。

■收购恒达微波, 进一步完善产业链布局

根据重组报告书, 恒达微波深耕微波领域二十余年, 致力于在雷达、卫星通信与 5G 通信等军民领域的应用, 与公司原有业务高度协同, 公司不仅在军品领域通过在研项目不断积累, 同时向中电、航天系统外其他军工集团拓展, 并借助 5G 通信的大批量应用与 5G 工作频段均属于微波频段内的契机, 陆续开发了华为、中兴的微波天线等批量化订单, 及华讯方舟、ZW 公司、博威太赫兹等新客户。根据业绩承诺, 恒达微波 2020-2021 年净利润分别不低于 5,200、6,500 万元。

■投资建议: 公司围绕军工电子信息信息, 经过几年产业链的整合, 业务板块已见成效, 不仅军用市场雷达系统、智能弹药、卫星应用等放量在即, 而且民品毫米波雷达、安全存储等领域市场空间可期。我们预计公司 2020-2021 年净利润分别为 2.21、3.12 亿元, 对应估值分别为 41、29 倍。

■风险提示: 业务进一步整合节奏慢; 订单低于预期; 商誉占比高

9.9. 爱乐达年报及一季报点评: 年度业绩稳步提升, 一季度仍保持正增长

■事件:

4月26日，公司发布2019年年报及2020年一季报，2019年实现营收1.84亿元，同比增长43.77%；实现归母净利润7805.13万元，同比增长13.98%，扣非归母净利润6870万元，同比增长34.48%。2020年一季度实现营收4893.96万元，同比增长39.79%；实现归母净利润2646.62万元，同比上升10.78%。

■年报点评：

1) 年度业绩稳步提升，四季度业绩提升明显。公司2019年度营收1.84亿元，同比增长43.77%，归母净利润0.78亿元，同比增长13.98%，年度业绩稳步提升；单季度来看，2019年Q4单季度营收0.87亿元，同比增幅123.94%，环比增长335%，归母净利润0.34亿元，同比增长56.93%，环比增长33倍，单季度业绩大幅提升。

公司营收实现大幅提升，主要系期内围绕发展规划，有序推进各项工作，公司原有数控精密加工业务按比例增长，起落架、发动机零件业务获批量订单，订单的稳定增长带动全年营收增长。分业务来看，飞机零部件收入1.82亿元，同比增长44.56%，占营收比达98.83%，带动整体营收快速增长，地面设备及其他业务收入215.85万元，同比下降1.54%，占营收比1.17%；分客户来看，公司第一大客户1销售额1.57亿元，同比增长44%，占营收比达85.54%，系公司营收增长的主要贡献。

整体盈利能力提升，股份支付影响公司净利润。毛利率来看，2019年综合毛利率，67.27%，同比提升4.09个百分点，其中飞机零部件业务毛利率67.4%，同比提高3.91个百分点，带动公司整体毛利率的提升，公司盈利能力强且逐步提升。公司利润增速低于营收增速，主要系股票激励计划股份支付费用2019年摊销约1400万元，使得管理费用率20.28%，同比提升6.28个百分点，进而导致期间费用率同比提升6.33个百分点；2019年公司研发费用率6.66%，同比提升1.03个百分点，主要系本年某航空零部件科研相关项目进入试验阶段，试验材料及试验设备使用增加；销售费用率和财务费用率同比基本持平。

2) 产能不断释放，资产总额稳健增长，股权激励逐步完善。期末总资产同比增长12.15%，主要源于公司产能扩张，募集项目前期投入增固；所有者权益同比增长12.47%，源于2019年实施限制性股票激励计划，授予限制性股票198.5万股。期末在建工程同比下降98.85%，固定资产同比增加35.71%，主要系航空零部件科研、生产及检测项目部分设备转固，这有助于产能释放。报告期末存货增加52.94%，主要系报告期内业务订单增加及热表生产线投入使用后产能增加，相应已交付受托加工产品尚未达到收入确认条件，该部分存货尚未结转成本，其中已交付受托加工产品占比约80%，预计该部分营收将在2020年体现。

3) 现金流量表来看，报告期内，经营活动现金净流入1.04亿元，去年同期净流出150.78万元，主要2019年收入增加导致按合同约定收到的结算款项增加以及通过票据结算的应收款项已到期承兑收款，反映公司回款较好。

■一季报点评：

1) 公司订单持续增长，合同确认上受到疫情一定影响，且去年基数较高，一季度仍保持了正增长，全年生产计划无明显影响。2020年一季度实现营收4893.96万元，同比增长39.79%；实现归母净利润2646.62万元，同比上升10.78%。Q1归母净利润增速小于营收增速，主要系，公司去年一季度确认了2018年四季度合同，是高基数；Q1利润受产品结算结构和股权激励费用（约230万元）摊销影响。

资产负债表方面，应付账款2906万元，同比提升56.18%，主要系订单的增长，增加设备和辅料采购。存货1.26亿元，同比增加44.1%，其中已交付受托加工产品占比较高，将带动公司20年收入；应收票据1864万元，同比增长190.36%，主要系本期结算票据增加所致。

现金流方面，经营活动现金流净额为-0.09 亿元，同比减少 181.93%，参考公司历史回款周期，主要系一季度体现的回款较少，全年来看现金流不受疫情影响。

■中航工业下属某主机厂机加领域唯一战略合作伙伴，军机业务直接受益我国某隐身战机放量。根据《World Air Forces 2020》数据，与美国相比，我国战斗机存在数量不足、代际老旧劣势，当前美国四代机占比达 15%，而我国仅为 1%，与我国“以四代装备为骨干、三代装备为主体”战略空军目标还有很大差距。“战略空军”导向下，我国战斗机亟需装备。随着我国航空装备换装列装加速，某隐身战机处于快速爬坡上量阶段。公司是中航工业下属某主机厂机加领域和特种工艺处理唯一战略合作伙伴，多次获得中航工业下属飞机制造单位颁发的“优秀供应商”称号，将显著受益这一进程。

■国产民机配套市场空间巨大，国际转包业务有望进一步拓展。公司目前主要从中航工业集团下属单位承接国产民机配套及国际转包生产业务。中国航空工业发布的《2019~2038 年民用飞机中国市场预测年报》，预计未来 20 年，中国民用航空市场需要补充 7630 架价值超过 1 万亿美元的客机，根据机体零部件价值占约 30%，可预见的市场规模将超 3000 亿美元；同时，国际航空转包业务持续增多，其中 A320 增幅比较明显。公司 2019 年取得法国赛峰（Safran）起落架相关零组件正式产品全工序生产订单，开始承接国际业务，并陆续发展波音、空客、罗罗等直接客户，我们认为公司国际转包业务有望进一步拓展。虽然民机业务短期受到疫情的影响，但是长期来看增长空间充足，预计公司民机业务占比不断提高。

■热表处理和无损检测特种工艺生产线 19 年已投产，有望进一步带动公司配套价值量提升。2019 年四季度公司热表处理和无损检测特种工艺生产线正式投产，打通了零件到部件关键工序环节，目前，特种工艺生产线已正式量产，预计 2020 年将全部达产，有望进一步带动公司配套价值量提升，营收快速增长可期；同时公司也在积极发展装配业务，目前已经从小部件装配业务，向大部件发展，预计有望起量。

为满足未来市场增长需求，积极布局内生产能扩充。报告期内，公司完成了“航空零部件科研、生产及检测项目”投资建设。通过“三轴、五轴数控加工子项目”的实施，数控装备得以优化，产能大幅提升；投资设立全资子公司入驻成都航空产业园，开展航空智能制造及装配业务；在成都新购约 100 亩发展用地，用于建设“航空智能制造及系统集成中心”，提升航空零件数控智能制造能力，扩大零件特种工艺产能，开展零部件智能装配业务，助力产业升级发展。

■投资建议：公司专注航空制造领域 16 年，在航空结构件精密制造方面积累了质量管控、成本控制、客户认同等优势，已具备航空零部件全流程制造能力。公司是中航工业下属某主机厂机加领域唯一战略合作伙伴，考虑到公司今年起显著受益某隐身战机大幅放量；高附加值特种工艺生产线有望今年全部达产，继续提升配套价值量；以及未来在国际转包、国内民机等民机业务的占比的不断提升等驱动因素，预计 2020-2022 年归母净利润 1.21、1.80、2.05 亿元，EPS 为 1.01、1.51、1.72 元，当前股价对应估值 43X、29X、25X。

■风险因素：航空装备换装列装不达预期；民机业务拓展不达预期；热处理产线产能达产不及预期。

9.10. 航天电器年报点评:连接器、电机业务增长较好,2020 年计划营收增长 19%

■事件:

4 月 13 日,公司发布 2019 年年报:实现营收 35.33 亿元,同比增长 24.69%;实现归母净利润 4.02 亿元,同比增长 12.06%;2020 年公司计划实现主营业务收入 42.00 亿元,同比增长 18.88%。

■点评:

1) 公司连接器、电机业务增长较好,费用率改善明显,持续加大研发投入。2019 年实现营收 35.33 亿元,同比增长 24.69%,营收实现较快增长,一方面是由于 2019 年 3 月起公司控股 51%的广东华旗电子纳入合并报表,另一方面是全年产品订货如连接器、营业收入再创新高。分产品看,公司连接器业务同比增长 34.27%,占比提高至 63%,如果剔除新合并的广东华旗电子 3-12 月的营收 2.72 亿,连接器业务同比也有 18%的增长;电机业务同比增长 16.15%;继电器业务同比增长 13.82%、光通信器件则下降 19.66%。其中,连接器的销售量、生产量分别较上年增长 177.78%、183.06%,主要原因:一是 2019 年 3 月公司广东华旗纳入合并财务报表;二是民品连接器订单交付周期短,公司适度增加通讯领域配套产品储备。

2019 年实现归母净利润 4.02 亿元,同比增长 12.06%。整体毛利率 34.90%,较去年减少 1.89 个百分点;净利润率 12.98%,较去年减少 1.27 个百分点。毛利率下降主要是民品占比上升,民品综合毛利率低于产品平均毛利率。另外,报告期内公司主导产品生产所需的贵金属、特种化工材料供货价格上涨。净利率下降幅度小于毛利率主要是费用率有所改善,其中,销售费用率、管理费用率、财务费用率均有不同程度改善,研发费用率则保持在 10.7%的较高水平。

公司存货 4.9 亿,较年初增长 34.34%,其中,库存商品 1.16 亿,较期初增长 73%,连接器库存量增长 314.84%、电机库存量增长 158.93%、光通信器件库存量增长 58.29%,既有公司订单较好,适度增加生产所需的物料采购、产品储备又有新设广东华旗报表合并原因。公司应收款项融资余额为 2.05 亿元,较年初增长 91.48%,主要是报告期公司结算货款收到的银行承兑汇票较上年增加所致。

公司“经营活动产生的现金流量净额”较上年同期增长 118.01%,主要是全力抢抓市场订单、货款结算,货款回笼情况优于上年同期;并开展应收账款保理业务,缩短公司应收账款回收时间。报告期公司“现金及现金等价物净增加额”较上年同期增长 211.35%的主要原因是 2019 年公司持续加大新市场、新领域拓展的同时,积极采取措施强化应收账款管理,加快货款回笼,回款情况优于上年同期。

2) 公司军品连接器等面向下游多个细分领域,受益军工行业的景气,仍将核心受益我国十三五后两年的武器装备列装加速及实战化训练增多等行业利好。民品连接器则涵盖通信、工业、新能源等多个下游领域,受益于通信、大数据、轨道交通等国家重点发展行业的需求稳定增长。公司加快拓展光传输、高速互连与新能源互连等新业务,重点培育智能装备与服务等新产业,实现主营业务的协同发展。我们认为,公司民品中通信领域业务占比可观,订单增长较好,主要受益 5G 等带动;另外公司连接器产品品类齐全,包括高速连接器等,自主可控趋势下受益国产替代机会。此外,公司智能制造再上新台阶。2019 年公司智能制造设备研制有序推进,先后完成高速生产线、POGOPIN 产品生产线等 7 条产线建设。智能制造团队荣获中央企业先进集体称号,中国航天科工集团有限公司电器智能制造技术及应用总体部成功挂牌。

3) 公司新增订单稳步递增, 疫情对公司影响短期有限。疫情主要影响公司 2 月份产能, 在军工行业景气需求增加情况下, 后期大概率可实现有效弥补。目前, 公司新增订单稳步递增, 旗下贵阳本部、林泉、江苏奥雷等积极复工, 确保在手订单的按时交付。公司 2020 年计划实现主营业务收入 42.00 亿元, 同比增长 18.88%, 也彰显初公司对业绩恢复较好增长的信心。

4) 航天科工集团提出积极推进实施股权激励等中长期激励措施, 航天电器有望受益这一进程。2019 年 8 月, 航天科工集团官网指出, 要完善利益传导机制, 完善基于实际绩效的激励机制, 积极推进实施股权激励等中长期激励措施, 加快推进“薪酬+股权分红”多元化收入分配体系建设。股权激励手段对企业经营和业务具有积极作用, 同时对提升投资信心上也具备积极效果。

■投资建议: 公司是军工板块中增长确定性较好、估值与业绩匹配, 是可长期关注的价值类标的。公司是国内军用连接器行业的领先企业, 在航天等领域具备突出优势, 其增长驱动一是核心受益于我国十三五最后一年武器装备列装加速及航天领域任务增多, 实战化训练弹耗增多等行业利好; 二是民品发展具有潜力, 受益于 5G 建设及元器件的国产替代机会。预计公司 2020~2022 年净利润分别为 4.84、5.95、6.91 亿元, EPS 为 1.13 元、1.39 元、1.61 元, 对应目前估值为 24X、19X、17X。

■风险因素: 武器装备列装进度不及预期、民品业务拓展不达预期。

9.11. 航天电器一季报点评: Q1 营收实现双位数增长, 一季度订单同比增长 27.61%

■事件:

4 月 24 日, 公司发布 2020 年一季报: 实现营收 7.60 亿元, 同比增长 13.16%; 实现归母净利润 7297.14 万元, 同比下降 6.13%。

■点评:

1) 营收实现双位数增长, 净利润略有下滑, 整体表现较好。2020Q1 实现营收 7.6 亿元, 同比增长 13.16%, 在疫情停工一段时间的情况下仍实现双位数的较好增长。2020Q1 实现归母净利润 7297.14 万元, 同比小幅下降 6.13%, 主要系公司毛利率的下降所致。2020Q1 整体毛利率 40.92%, 同比减少 2.83 个百分点; 净利润率 9.61%, 同比减少 2 个百分点。毛利率有所下降的主要原因或是, 民品占比不断上升以及一季度贵金属、原材料等价格上涨。期间费用率则有所改善, Q1 期间费用率 24.8%, 同比改善 0.22 个百分点, 其中, 销售费用率、管理费用率分别下降 1.01、0.18 个百分点, 财务费用率同比持平, 研发费用率为 9.98%, 同比提高了 0.89 个百分点, 公司继续加大研发投入。

Q1 订单增长、Q4 集中交付以及疫情原因导致报告期公司货款回笼略低于上年同期, 使得期末应收账款 20.39 亿元, 较期初增长 33.2%, Q1 签订订单额超过 10 亿元, 同比增长 27.61%, 在航空、船舶、电子通讯等多个领域均有较大增长。期末货币资金 6.22 亿元, 较期初下降 33.8%, 主要原因系收入规模增长, 同时为适应订单的顺利交付缩短了具备快速供货能力供应商的结算账期, 还增加了物料储备, 外购材料、外协加工等现金支付。期末存货 5.44 亿元, 较期初提升 9.46%, 为历年最高水平, 反映公司后续交付订单备产充足。

报告期内经营活动现金净流出 2.79 亿元, 同比基本持平, 符合公司历年贷款回收规律; 投资活动产生的现金净流出 3027 万元, 同比增长 251.79%, 主要是报告期内公司及子公司技

术改造、设备采购等业务结算支付的现金同比增加所致；筹资活动净现金流为 1000 万，系 Q1 借入流动资金贷款所致。

2) 一季度订单总金额已超 10 亿元，同比增长 27.61%，3 月份订单量则再创新高。根据贵阳日报报道，面对严峻的疫情形势，疫情防控期间航天电器不仅没有流失一笔订单、丢失一个客户，订单量在 3 月份反而再创新高，当月订单量同比增长 52.46%。一季度，航天电器接到的订单总金额已突破十亿大关，同比增长 27.61%，在航天航空、船舶、电子通讯等多个领域均有较大增长。公司 2020 年计划实现主营业务收入 42.00 亿元，同比增长 18.88%，也彰显出公司对业绩恢复较好增长的信心。

3) 公司军品连接器等面向下游多个细分领域，受益军工行业的景气，仍将核心受益我国十三五最后一年的武器装备列装加速及实战化训练增多等行业利好。民品连接器则涵盖通信、工业、新能源等多个下游领域，受益于通信、大数据、轨道交通等国家重点发展行业的需求稳定增长。公司加快拓展光传输、高速互连与新能源互连等新业务，重点培育智能装备与服务等新产业，实现主营业务的协同发展。我们认为，公司民品中通信领域业务占比可观，订单增长较好，主要受益 5G 等带动，2020 年公司为国际国内主流通信设备厂家生产 5G 基站的连接器，根据贵阳日报报道，截至 4 月初已接到 1.8 亿余元订单额；另外公司连接器产品品类齐全，包括高速连接器等，自主可控趋势下受益国产替代机会。此外，公司智能制造再上新台阶。2019 年公司智能制造设备研制有序推进，先后完成高速生产线、POGOPIN 产品生产线等 7 条产线建设。智能制造团队荣获中央企业先进集体称号，中国航天科工集团有限公司电器智能制造技术及应用总体部成功挂牌。

4) 航天科工集团提出积极推进实施股权激励等中长期激励措施，航天电器有望受益这一进程。2019 年 8 月，航天科工集团官网指出，要完善利益传导机制，完善基于实际绩效的激励机制，积极推进实施股权激励等中长期激励措施，加快推进“薪酬+股权分红”多元化收入分配体系建设。股权激励手段对企业经营和业务具有积极作用，同时对提升投资信心上也具备积极效果。

■投资建议：公司是军工板块中增长确定性较好、估值与业绩匹配，是可长期关注的价值类标的。公司是国内军用连接器行业的领先企业，在航天等领域具备突出优势，其增长驱动一是核心受益于我国十三五最后一年武器装备列装加速及航天领域任务增多，实战化训练弹耗增多等行业利好；二是民品发展具有潜力，受益于 5G 建设及元器件的国产替代机会。我们预计公司 2020~2022 年净利润分别为 4.84、5.95、6.91 亿元，EPS 为 1.13 元、1.39 元、1.61 元，对应目前估值为 24X、19X、17X。

■风险因素：武器装备列装进度不及预期、民品业务拓展不达预期。

9.12. 中航沈飞年报及一季报点评：整体上市以来首次实现营收双位数增长，一季度表现突出

■事件：

4 月 24 日，公司发布 2019 年年报及 2020 年一季报：2019 年实现营收 237.61 亿元，同比增长 17.91%；实现归母净利润 8.78 亿元，同比增长 18.10%。2020 年一季度实现营收 57.01 亿元，同比增长 12.11%；实现归母净利润 5.98 亿元，同比上升 201.57%，实现扣非归母净利润 2.65 亿元，同比 37.71%。

■年报点评：

年度营收及净利保持较好增长，整体上市以来营收首次双位数增长，达 18%。2019 年实现

营收 237.61 亿元，同比增长 17.91%；实现归母净利润 8.78 亿元，同比增长 18.10%。其中主营业务为歼击机的子公司沈飞公司实现收入 236.01 亿元，同比增长 18%，净利润 8.48 亿元，同比增长 16.64%，反映出公司歼击机型号需求旺盛，交付量不断增加，符合我军战略空军建设背景下的行业景气。

毛利率、净利率则保持平稳，期间费用率略有改善，净利率略有改观。2019 年整体毛利率 8.90%，去年同期 9.09%；净利率 3.71%，去年同期 3.70%。期间费用方面，公司研发费用投入同比增加 27.23%，研发费用率 0.92%，提高了 0.07 个百分点，管理费用率 3.27%，改善 0.49 个百分点。从整体毛利率、净利率情况看，军品定价机制改革预计仍在推进中，目前仍还是以成本加成模式定价。

从资产负债表看，期末应收账款 39.31 亿元，较期初增加 65.47%，反映公司收入及订单较好。公司存货 104.86 亿元，较期初增加 7.32%，存货增长幅度小于营收代表公司均衡生产情况下存货管理水平提高。应付票据及应付账款 108.92 亿元，较期初增加 24.20%，系采购增加，预示下年的交付需求旺盛。预收款项 71.55 亿元，较期初下降 24.61%，主要是前期预收账款随产品交付在当期确认收入所致。

从现金流量表看，公司经营活动产生的现金流量净额-11.48 亿元，比上年同期少流入 13.83 亿元，主要是支付的采购货款同比增加所致。投资活动产生的现金流量净额-5.34 亿元，比上年同期多流入 5610 万元，主要是购建固定资产减少所致。筹资活动产生的现金流量净额-6154 万元，比上年同期少流入 48482 万元，主要是取得借款收到的现金减少所致。

■一季报点评：

Q1 业绩快速增长，扣非归母净利润增长 37.71%。2020Q1 年实现营收 57.01 亿元，同比增长 12.11%，保持较好增长，公司在疫情背景下仍保持了两位数的增长，反映需求不减，生产及交付恢复顺利。2020Q1 实现归母净利润 5.98 亿元，同比上升 201.57%，主要系计入当期损益的政府补助高达 3.97 亿元增厚净利润。2020Q1 实现扣非归母净利润 2.65 亿元，同比增长 37.71%，业绩实现较好增长。Q1 扣非归母净利润增速高于营收增速，主要系产品交付结构不同带来的毛利率提升以及费用率改善叠加导致。Q1 毛利率 9.57%，同比增加 0.65 个百分点；Q1 期间费用率 2.76%，同比改善 0.79 个百分点，其中，管理费用率、财务费用率分别改善 0.74 和 0.05 个百分点，研发费用率为 0.64%，同比提升 0.08 个百分点，保持较高水平。

报告期末合同资产增加 14.65 亿元，应收账款 41.71 亿元（较期初增长 6.1%），主要是销售商品增加以及回款节奏较慢所致；期末存货 66.13 亿元，较期初减少 36.94%，主要系执行新收入准则使得部分直接材料等计入合同履约成本以及在制品减少所致；期末应付票据和应付账款分别较期初增加 17.54%和 3.81%，主要系采购增加导致；期末合同负债增加 23.84 亿元，预收账款 1422 万元（较期初下降 71.4 亿元，下降 99.8%），主要系执行新收入准则及前期预收账款随产品销售在当期确认收入，以上反映公司一季度销售商品增加、生产交付正常，前期订单正在逐步转化为收入。

■A 股战斗机整机唯一标的，主营歼击机，稀缺性明显。空军装备跨代发展，优化结构需求十分迫切，周边四代机云集，力量平衡迫使我们加快升级换代。

美国印太战略，遏制中国意图非常明显，根据参考消息报道，预计到 2025 年，整个印太地区美军与盟友的 F-35 部署数量将超过 220 架，力量平衡迫使我们加快升级换代。目前，我国空军从结构和数量上与实现现代化战略空军的目标仍存在较大差距，跨代发展，优化结构的需求迫切。根据《World Air Forces 2020》数据：从作战飞机总量看，我国为美国的 60%；从代际结构看，中国三代半及四代战机占总量比例极低，现役二代战机占比约 46%、三代及

三代半战机占比 53%，四代机仅为 1%，而同期美国早已经淘汰二代战机并且完全过渡到三代及以上战机，其中三代战机仅占总量的 85%、四代机占总量的 15%。

■沈飞现役及在研机型对标美俄，是我国空军（含海军航空兵）重要支柱。沈飞歼-11 是我国三代战机中唯一的重型歼击机，对标美国 F-15 及俄罗斯 Su-27；沈飞歼-15/16 是我国现役三代半战斗机，其中歼-15 是现役唯一一款航母舰载机、歼-16 是我空军实现“攻防兼备”战略转型的核心武器，是中国空军歼击机“三剑客”之一，是未来联合进攻力量的杀手锏武器。

1) 歼-15 是我国目前唯一舰载机，未来两到三年是装备高峰。首艘国产航母已正式入列，能够搭载 36 架歼-15 战斗机，是“辽宁舰”的 1.5 倍。未来两到三年，考虑到首艘国产航母舰载机的新装需求，叠加现服两艘航母的训练更新，歼-15 的需求同比预计将有大幅提升，将为沈飞贡献较好业绩增量。

2) 歼-16 是空军新一代主战机型，是我空军跨代发展，优化结构的主力机型，需求空间大，未来一段时间仍将是装备重点。歼 16 最大特点是具备远距离超视距攻击能力和强大的对地、对海打击能力，装备自动电子扫描相控阵雷达（AESA），可同时攻击多个目标并识别目标的相关信息，是空军和海军未来的对地对海打击主力。根据新浪军事报道，自 2017 年东部战区空军某旅换装歼-16，成为第一支歼-16 航空旅以来，我国空军陆续装备歼-16 战机，歼-16 成建制装备，该机型仍是未来需求重点。

3) 在研四代机“鹞鹰”FC-31 为沈飞积累卡位优势。公司年报中指出，预研工作有序推进，新型号投入研制，为公司持续快速发展积淀能量。“鹞鹰”FC-31 是沈飞独立自主研制的新一代中型隐形战机，或可接替 J-15 成为下一代航母隐身舰载机。

■型号补价将给公司业绩带来正向贡献，均衡生产、股权激励均对公司提升效率有较大促进。军品针对尚未审价确定的产品或采购部件，一般先按照合同暂定价格入账，在军方批价后对差额进行调整。伴随型号审价的完成，差额补价将会给公司业绩带来正向贡献，若差额补价计入到新的合同，预计会直接提高毛利率水平。沈飞均衡生产推进顺利，2019 年完成了均衡生产高级目标，提前小一个月完成了全年批量生产机型的试飞任务。另外，公司较早实现股权激励，有助于提升运行效率和产能挖潜。2018 年 11 月，中航沈飞发布股权激励计划第一期已完成授予。

■投资建议：战斗机整机唯一标的，稀缺性明显。空军装备跨代发展，优化结构需求十分迫切，周边四代机云集，力量平衡迫使我们加快升级换代。沈飞现役及在研机型对标美俄，是我军重要支柱。歼-15 是我国目前唯一舰载机，首艘国产航母已正式入列，未来三年舰载机需求将为沈飞贡献业绩增量；歼-16 是空军新一代主战机型，是我空军跨代发展，优化结构的主力机型，需求空间大，未来一段时间将是装备重点，稳中有升。预计公司 2020~2022 年净利润分别为 11.23、13.15、15.32 亿元，对应当前估值 42、36、31 倍，处于历史下限，上述 20 年预测值为扣非净利润，考虑到此前公告的政府补贴 3.75 亿元计入 2020 年度其他收益，预计 20 年净利润有望达到 15 亿。综合看中航沈飞订单需求确定性较大，型号补差将给公司业绩带来正向贡献，均衡生产、股权激励均对供公司提升效率有促进等。

■风险因素：装备短板补齐不会一蹴而就、业绩释放不及预期、均衡生产受挫、新机型进展不及预期、市场波动风险。

9.13. 航天电子年报点评：19 年整体经营平稳，受益航天及商业航天的迅速发展

■事件：

3 月 26 日，公司发布 2019 年报：实现营业收入 137.12 亿元，同比增长 1.35%；实现归母

净利润 4.58 亿元，同比增长 0.34%。2020 年指引营业收入 142 亿元，同比增长 3.56%。

■点评：

■整体经营平稳，航天产品增速明显快于民用产品。

从利润表看，公司实现营业收入 137.12 亿元，同比增长 1.35%，从构成看，公司航天产品营收 90.36 亿元，同比增长 10.50%，营收增速明显快于民用产品营收增速，其占比提升至 66%，是支撑公司经营业绩的主要因素，增长驱动主要是受益于航天发射及型号任务的增长；民用产品营收 45.06 亿元，同比下降 14.39%，主要受子公司普利门业务收缩及航天电工收入下降影响。

公司 2019 年毛利率 19.20%，相比去年同期（17.62%）稳中略升，提高了 1.58 个百分点；净利润 3.66%，相比去年同期（3.69%）基本持平。公司毛利率提升的主要原因，一是毛利率更高的航天产品占比由去年的 60%提升至 66%；二是航天产品毛利率 22.88%，提高了 0.86 个百分点；民用产品毛利率 9.76%，受原材料价格上涨等因素下滑了 0.76 个百分点。公司费用率方面，管理费用、财务费用、研发费用、销售费用均有所增长，费用率分别上升了 0.32、0.32、1.09、0.18 个百分点，使得营业利润率由上年的 4.38%下降为 4.21%，从而导致利润总额比上年降低 2.91%，净利率基本与去年持平。根据年报，公司销售费用增加系销售人员数量及人工成本增加所致；研发费用增长系本期子公司研发人员数量增加以及加大研发投入，导致研发材料费用、试验费用、人工成本支出增加所致。

从资产负债表看，公司存货期末 104 亿，较期初增加 28.88%，其中在产品期末 72 亿较期初增加 44.6%。我们认为，一方面公司产品生产周期较长，产品交付总体单位反复调试后才能确认交货，导致存货规模较大；另一方面，公司备货量增加，在产品增加也预示后续公司订单及交付可兑现拉到营收增加。

从现金流量表看，公司现金流净额扭转了过去几年一直为负状态，改善明显。2019 年，公司加大了应收账款催收力度，强化了经营活动的现金支出管理，销售现金流入为 145.30 亿元，并实现现金流量净额 2.59 亿元，扭转了过去几年经营活动现金净流量一直为负的局面。2020 年营业收入指引 142 亿元，同比增长 3.56%，目标平稳我们认为 2020 年预计航天产品仍可保持较好发展，考虑到电缆电线业务地处武汉疫情区受到的影响，另外公司也处于追求高质量发展过渡阶段，总体呈现平稳增长态势。

■公司是我国航天电子领域国家队，在卫星遥测及数传、宇航微电子方面具备领先地位，受益航天及商业航天领域的较好发展，业绩呈稳健增长态势。公司航天产品主要是惯性导航、测控与卫星导航、集成电路与微电子等，产品广泛应用于运载火箭、飞船、卫星等领域，在行业领域内保持国内领先水平，并保持较高的配套比例。2019 年，公司圆满完成了以“嫦娥四号”月球探测、“长征五号”遥三火箭和“北斗三号”导航卫星为代表的航天发射配套科研生产任务。此外，公司加快了构建满足商业航天需求的产品体系，已开始承接部分配套任务，未来有望受益低轨通信卫星星座建设等商业航天的迅猛发展。

■公司的系统级产品发展具备较大潜力。公司具有装备发展部无人机研制生产资质，是全军无人机项目研制总体单位及无人机系统集中采购合格供应商名录单位。公司“飞腾”系列精确制导炸弹是航天科技集团唯一总体单位，已实现军贸出口，具备一定的国际知名度。2019 年，公司飞鸿 98 大商载无人运输系统取得大载重、异地转场飞行试验圆满成功，适航取证工作进展顺利，有望投入商业化运营。

■电线电缆领域受益特高压等新基建的大力投入，航天电工已复工复产，逐步弥补停产的影响。公司全资子公司航天电工是 35KV 及以下电力电缆的首批获得国家颁发生产许可证的企业；是参与我国 750KV 输变电工程用扩径导线研制的第一批厂家；是国内最高电压等级

1000KV 特高压交流试验示范工程的研制和供货企业。公司持续推进产品结构调整,加大特高压、轨道交通等高附加值产品市场开拓力度,市场营销取得新突破,其中,在国家电网 2019 年特高压线路工程“青海-河南”、“陕北-武汉”、“雅中-江西”等项目中,中标高附加值导线产品近 3 万吨;成功中标武汉轨道交通 11 号线 35KV 交流电缆等重大项目,在华中区域轨道交通市场占据龙头地位。公司电线电缆业务子公司航天电工位于新冠肺炎疫情重灾区,目前已复工复产,后续通过合理安排生产进度,弥补停工停产造成的产量损失。

■航天电子技术研究院上市平台,体外集成电路资产仍值得预期,长期激励也有望实施。截至 2019 年底,航天电子技术研究院所属企业类资产已基本注入上市公司,目前还未注入的优质军工研究所资产包括西安微电子技术研究所(771 所)、北京微电子技术研究所(772 所)、北京航天控制仪器研究所(航天 13 所)等。其中,771 所是国家唯一集计算机、半导体集成电路和混合集成电路科研生产为一体的大型专业研究所,是全球 IT 百强“中兴通讯”的创办单位,是我国航天微电子和计算机的先驱和主力军;772 所是国家重点投资建设的军用电子元器件研制单位,主要研制各种军用/抗辐射集成电路,承担并完成了国防重点项目、军用系列型谱、国产化新品等多种项目,在抗辐射加固、系统集成(SOC)、卫星导航芯片、存储器、电源管理、FPGA、A/D D/A 转换器、高速接口电路等领域具有雄厚的技术实力。公司改革方面,2019 年,公司旗下航天电工试点推行了职业经理人制度;杭州航天等子公司实施了分配机制创新改革,试点开展分红激励等长期激励措施。

■投资建议:公司是我国航天电子领域的国家队,受益航天及商业上投领域的较好发展,业绩呈稳健增长态势。电线电缆领域受益特高压等新基建的大力投入。此外,公司作为航天电子技术研究院的上市平台,体外还有集成电路等优质研究所资产,仍值得预期。预计公司 2020~2022 年净利润分别为 4.91 亿、5.72 亿、6.87 亿, EPS 为 0.18 元、0.21 元、0.25 元,对应当前估值 36x、31x、26x。

■风险因素:航天产品发展不及预期,电缆业务受疫情影响不及预期

9.14. 航天电子一季报点评: Q1 电缆业务受疫情影响大,航天产品影响幅度相对较小

■事件:

4 月 23 日,公司发布 2020 年一季报:实现营业收入 21.18 亿元,同比下降 21.37%;实现归母净利润 0.36 亿元,同比下滑 58.01%。

■点评:

电线电缆业务地处武汉停工停产时间较长,受疫情影响较大。公司主营业务为电线电缆的全资子公司航天电工地处湖北省,受本次疫情影响较大,停工停产超过一个半月。如剔除航天电工财务指标因素,公司本报告期营业收入、归属于公司股东的净利润比去年同期分别下降 4.81%、18.91%。毛利率 19.55%,去年同期 18.54%,主要是民品收入下降,占比下降所致。期间费用率方面,2020Q1 为 16.9%,去年同期 14%,其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.8%、10.8%、1.9%、2.5%,销售费用率改善、管理费用率上升,系公司航天产品受部分原材料供应商复工复产推迟等影响,原材料配套保障压力有增大趋势、外协外购、试验测试等环节成本均有不同程度上升,导致公司经营成本增加,经营性资金支出压力逐步显现。

■公司是我国航天电子领域国家队,在卫星遥测及数传、宇航微电子方面具备领先地位,受益航天及商业航天领域的较好发展,业绩呈稳健增长态势。公司航天产品主要是惯性导航、测控与卫星导航、集成电路与微电子等,产品广泛应用于运载火箭、飞船、卫星等领域,在行业领域内保持国内领先水平,并保持较高的配套比例。2019 年,公司圆满完成了以“嫦

娥四号”月球探测、“长征五号”遥三火箭和“北斗三号”导航卫星为代表的航天发射配套科研生产任务。此外，公司加快了构建满足商业航天需求的产品体系，已开始承接部分配套任务，未来有望受益低轨通信卫星星座建设等商业航天的迅猛发展。

■公司的系统级产品发展具备较大潜力。公司具有装备发展部无人机研制生产资质，是全军无人机型号项目研制总体单位及无人机系统集中采购合格供应商名录单位。公司“飞腾”系列精确制导炸弹是航天科技集团唯一总体单位，已实现军贸出口，具备一定的国际知名度。2019年，公司飞鸿98大商载无人运输系统取得大载重、异地转场飞行试验圆满成功，适航取证工作进展顺利，有望投入商业化运营。

■电线电缆领域受益特高压等新基建的大力投入，航天电工已复工复产，逐步弥补停产的影响。公司全资子公司航天电工是35KV及以下电力电缆的首批获得国家颁发生产许可证的企业；是参与我国750KV输变电工程用扩径导线研制的第一批厂家；是国内最高电压等级1000KV特高压交流试验示范工程的研制和供货企业。公司持续推进产品结构调整，加大特高压、轨道交通等高附加值产品市场开拓力度，市场营销取得新突破，其中，在国家电网2019年特高压线路工程“青海-河南”、“陕北-武汉”、“雅中-江西”等项目中，中标高附加值导线产品近3万吨；成功中标武汉轨道交通11号线35KV交流电缆等重大项目，在华中区域轨道交通市场占据龙头地位。公司电线电缆业务子公司航天电工位于新冠肺炎疫情重灾区，目前已复工复产，后续通过合理安排生产进度，弥补停工停产造成的产量损失。

■航天电子技术研究院上市平台，体外集成电路资产仍值得预期，长期激励也有望实施。截至2019年底，航天电子技术研究院所属企业类资产已基本注入上市公司，目前还未注入的优质军工研究所资产包括西安微电子技术研究所(771所)、北京微电子技术研究所(772所)、北京航天控制仪器研究所(航天13所)等。其中，771所是国家唯一集计算机、半导体集成电路和混合集成电路科研生产为一体的大型专业研究所，是全球IT百强“中兴通讯”的创办单位，是我国航天微电子和计算机的先驱和主力军；772所是国家重点投资建设的军用电子元器件研制单位，主要研制各种军用/抗辐射集成电路，承担并完成了国防重点项目、军用系列型谱、国产化新品等多种项目，在抗辐射加固、系统集成(SOC)、卫星导航芯片、存储器、电源管理、FPGA、A/D D/A转换器、高速接口电路等领域具有雄厚的技术实力。公司改革方面，2019年，公司旗下航天电工试点推行了职业经理人制度；杭州航天等子公司实施了分配机制改革创新，试点开展分红激励等长期激励措施。

■投资建议：公司是我国航天电子领域的国家队，受益航天及商业航天领域的较好发展，业绩呈稳健增长态势。电线电缆领域受益特高压等新基建的大力投入。此外，公司作为航天电子技术研究院的上市平台，体外还有集成电路等优质研究所资产，仍值得预期。因公司电线电缆地处疫情区域，现已复工，但是停工停产时间较长，我们略下调公司2020年业绩，预计公司2020~2022年净利润分别为4.91亿、5.72亿、6.87亿，EPS为0.18元、0.21元、0.25元，对应当前估值36x、31x、26x。

■风险因素：航天产品发展不及预期，电缆业务受疫情影响不及预期

9.15. 中航电子年报点评：业绩较好增长，航电系统军民协同发展

■事件：

3月30日，公司发布2019年年报，实现营收83.52亿元，同比增长9.27%，实现归母净利润5.56亿元，同比增长16%。

■点评：

■整体业绩较好增长，剥离宝成仪表后盈利能力有望更上一层。

利润表来看，公司 2019 年实现营收 83.52 亿元，同比增长 9.27%，其中航空产品营收 69.98 亿元，同比增长 16.34%，营收增速远高于非航空防务和非航空民品的 5.22%和 10.09%。

2019 年实现归母净利润 5.56 亿元，同比增长 16%。利润增速高于营收增速主要原因：(1) 公司综合毛利率显著提升。2019 年毛利率 30.87%，同比提升 1.19 个百分点，两方面原因叠加导致毛利率的提升：一方面，航空产品毛利率 30.98%，同比提升 1.32 个百分点；另一方面，毛利率较高的航空产品营收占比同比提升 5 个百分点；(2) 2019 年投资净收益 1.98 亿元，同比增长 60.91%，主要系公司处置宝成仪表产生的投资收益；(3) 公司合计费用率小幅下降，主要系公司狠抓科研生产和 AOS 建设，运营水平提升。其中销售费用率小幅提升 0.12 个百分点至 1.7%，管理费用率下降 1.28 个百分点至 10.94%，财务费用率下降 0.39 个百分点至 3.6%；同时公司加大研发投入，2019 年研发费用率提升 1.1 个百分点至 6.94%。

2019 年资产减值损失和信用减值损失合计 2.64 亿元，较去年同期 1.63 亿元有大幅提升，主要由于应收账款坏账损失、存货跌价损失及合同履约成本减值损失增加；2019 年 12 月 27 日，公司丧失对宝成仪表的控制权，因此 2019 年合并报表中仍包含宝成仪表报告期内绝大多数亏损（宝成仪表 2019 年亏损 1.48 亿元），拖累公司净利润；根据公司公告，2020 年公司合并报表范围不再包含宝成仪表，预计剥离亏损资产宝成仪表后，公司盈利能力有望更上一层。

资产负债表来看：期末货币资金余额 33.5 亿元，较年初增加 8.14 亿元，主要系 2019 年贷款回收情况良好，以及处置子公司股权收款；期末预付账款 3.79 亿元，同比增长 51.7%，主要是子公司对重要元器件产品的订货预付款；期末存货 39.6 亿元，较年初增长 6.37%，其中原材料、委托加工物资和在产品增长明显，库存商品和发出商品略有下降。预付款和存货的增长预示着公司正积极备货，看好其后续业绩表现。

现金流量表来看：2019 年经营活动净现金流 7.35 亿元，较去年增加 7 亿元，主要系收到销售商品、提供劳务的现金大幅增加；筹资活动净现金流净额 7.75 亿元，上期为-7.82 亿元，主要系本部对子公司委贷减少，子公司借款净额增加。

2020 年营业收入指引 83.17 亿元，同比减少 0.43%（同口径相比收入增幅 6.8%），利润总额 6.96 亿元，同比增长 10.34%，总体呈现平稳增长态势。

■军机航电系统龙头，受益航空装备换装列装加速及新机型航电系统价值量提升。当前，我国军机数量和代际结构亟待优化，新机型列装加速明显，同时航电系统的价值量占比也提升明显，公司是军用航电系统的领军者，较大受益。

■民机航电系统空间更为广阔，逐步国产替代是产业趋势。根据商飞预测年报，我国民机航电系统的规模可达 3500 亿美元，市场空间巨大。目前商飞 C919 累计订单超千架，飞商网数据显示 ARJ21 新支线飞机累计订单达 596 架。中国商飞官网显示，截至 2019 年底，6 架 C919 试飞飞机已全部投入试飞工作，有望 2020 年底取得民用航空适航证，2021 年首批交付。中航电子是航空工业唯一航电系统上市公司，为 C919 提供照明等多项配套，同时也有望作为主要参与方逐步实现国产替代。

■托管优质航空电子资产。公司受托管理 5 家航空电子系统研究院所、7 家航空电子系统公司等股权。公司 2019 年获托管收益 4687.64 万元，按 2%托管费率推算可得托管单位 2019 年营业收入为 234.38 亿元，收入规模约为公司同期收入 3 倍。

■投资建议：公司是军机航电系统龙头，受益航空装备换装列装加速及新机型航电系统价值

量提升；民机航电系统方面，公司以 C919 为契机切入国内民用飞机航电系统，逐步国产替代是产业趋势，空间更为广阔。考虑宝成仪表剥离后不再拖累公司 2020 年净利润，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.29、7.53、8.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.36、0.43、0.5 元，对应 PE 分别为 37、31、26 倍，首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

■风险因素：武器装备列装换装不达预期；民用航空航电产品订单及国产替代不达预期；

9.16. 航天彩虹年报点评：无人机业务完成业绩承诺，军用无人机内贸市场可期

■事件：

4 月 22 日，公司发布 2019 年年报，实现营收 31.01 亿元，同比增长 14.04%；归母净利 2.32 亿元，同比降低 4.10%。

■点评：

1) 双主业发展良好，无人机业务完成业绩承诺，膜业务计提部分减值。公司全年实现营收 31.01 亿元，同比增长 14.04%，其中，无人机及服务业务实现收入 16.23 亿元，同比增长 26.03%、膜业务实现收入 14.47 亿元，同比增长 3.22%。无人机与多个用户合同签约，签约额创历史最好纪录，尤其在测绘、森林防火及航空物探等民用中大型无人机领域继续保持领先地位。公司整体毛利率 27.27%，整体平稳略有下滑，无人机毛利率略下滑 1.81 百分点、膜业务略下滑 1.68 百分点。

公司净利润实现 2.32 亿，同比降低 4.10%，主要是是膜业务计提部分减值。公司无人机业务两个公司彩虹公司实现营收 13.33 亿，净利 2.75 亿；神飞公司实现营收 4.38 亿元，净利 0.89 亿元，均完成了业绩承诺。膜业务所处行业产能过剩，相关产业政策、产品与服务的市场状况或市场竞争程度发生不利变化，出现减值迹象，公司计提商誉减值准备 4310 万元，该项减值损失计入公司 2019 年度损益，相应减少公司 2019 年度利润。

2) 无人机军贸份额高，国内军用无人机市场拓展可期。公司年报显示，航天彩虹是中国航天科技集团公司第十一研究院控股的上市公司，也是我国首家以无人机为主营业务的上市公司。公司年报显示，公司的彩虹系列无人机型谱是目前国内无人机产品型谱最全的，成熟产品包括彩虹-3 中空多用途无人机系统、彩虹-4 中空长航时无人机、彩虹-5 中空长航时无人机等，产品已出口至多个国家并成功获得大量国际、国内市场订单，是我国首家实现无人机批量出口且出口量最大的单位，近十年销售额累计数已处于全球市场前三位。2019 年，公司实现与多个用户合同签约，签约额创历史最好纪录，尤其在测绘、森林防火及航空物探等民用中大型无人机领域继续保持领先地位。另外，随着我军对无人化系统的需求增多，公司借助其无人机在军贸用户地的实战化优势，在国内军用无人机的市场开拓值得期待。

3) 新材料业务方面，公司积极实施高端薄膜发展战略，致力于高科技膜领域的工艺技术创新和新产品研发，构建“电容器薄膜、太阳能电池背材膜、光学膜、锂离子电池隔膜”四大版块。2019 年，部分膜产品仍然面临同业竞争加剧、产品销售价格下跌等压力，导致毛利率跌入历史低谷，但公司已积极开展内部业务整合及产品结构布局调整，尽快走出部分膜业务低谷。2020 年该业务将有望逐步回归正常，同比出现改善。

■投资建议：彩虹系列无人机军贸份额高企，国际竞争力强，目前中东等在全球局势收紧背景下需求有望增加，公司军贸市场仍有上升空间。此外，国内武器装备无人化大势所趋，公司无人机产品有望在国内落地，打破军贸不稳定的市场担忧。膜业务领域不断出清，预期逐步回归，同比出现改善。预计公司 2020~2022 年净利润分别为 3.97、5.00、5.88 亿元，EPS 为 0.42 元、0.53、0.62 元，PE 为 29X、23X、20X。

■风险因素：薄膜业务持续低迷、无人机军贸订单不及预期

9.17. 华伍股份年报点评：风电制动产品大幅增长，军工关注发动机需求改善

■事件：

4月21日，公司发布2019年度报告，实现营业收入10.74亿元，同比增长16.04%，实现归母净利润7820.63万元，去年同期净亏损9942.11万元，实现扭亏为盈。

■点评：

公司2019实现营业收入10.74亿元，同比增长16.04%，主要原因是产品需求旺盛拉动销售增长。从产品结构来看，公司风电制动系统销售收入达到3.21亿元，同比增长66.40%，占营收比重达29.89%，同比提升9.05个百分点，主要是受风电新能源政策环境驱动影响，行业新增装机容量继续保持增长；起重运输制动系统业务则平稳，同比0.97%，主要受宏观经济指标下行波动影响，该领域的销售总体稳定。军工航空零部件收入1.03亿，下滑11.86%，主要是军工子公司安德科技公司因搬迁影响，实现收入0.86亿，去年同期1.13亿。劳务收入（含军机维修）营收8250万元，同比提升658.51%，主要原因是军机维修业务主体长沙天映2018年仅有1个月合并报表，营收约353万元，而2019年实现全年营收0.82亿元合并报表。

公司实现归母净利润7820.63万元，同比大幅增长178.66%，主要系公司去年对江苏环宇园林公司股权回购款采取单项计提了大额坏账准备金致使上年业绩亏损，本报告期内不存在该情况，如果剔除资产减值损失的影响，19年同口径净利润增长迅速，主要系公司收入规模以及盈利能力的叠加带动。公司综合毛利率39.54%，较去年提高4.66个百分点，主要系公司开始开展了车间成本独立核算、全员绩效考核等改革措施，降本增效成果显现，其中风电制动系统毛利率改善明显，提高了12.14个百分点；军工航空零部件业务毛利率也提升了8.43个百分点至64%。2019年公司期间费用率24.6%，同比小幅下降0.1个百分点，为近五年最低水平，反映公司运营效率处于较高水平。其中财务费用率有所上升，主要原因是金融去杠杆、上期亏损导致银行信用评级下降等使得融资成本上升。

报告期末公司存货4.39亿元，同比提升21.66%，其中原材料同比提升50.19%、在产品同比提升30.88%，委托加工物资同比提升50.74%。此外，公司预收账款0.31亿元，同比提升98.98%，应付账款1.95亿元，同比提升45.01%，主要系应付材料款同比提升40%。而且公司2020年一季报业绩预告披露，截至一季度末，公司各类工业制动器产品在手未发货订单量达到3.62亿元。因此我们认为公司当前在手订单充足，处于加紧采购和生产的过程。期末在建工程比期初增加4463.80万元，增幅145.17%。主要系子公司长沙天映比上年同期增加在建工程1517.63万元，子公司四川安德比上年同期增加在建工程3398.07万元。

2019年公司经营活动产生的现金流量净额同比增长251.62%，主要原因是报告期销售商品、提供劳务收到的现金比上年同期增加所致；筹资活动产生的现金流量净额同比增长144.63%，主要原因是本期公司收到其他与筹资活动有关的现金比上年同期增加所致。

■公司航空航天军工领域旗下有安德科技和长沙天映。安德科技是成飞、成发的核心配套商，受益成飞产能扩充及成发重点发动机型号放量。安德科技主营发动机机匣及反推装置及航空零部件设计加工业务，主要为成发、中航工业旗下的成飞、西飞等大型军工企业提供配套及服务。长沙天映从事军用无人机维修业务，表现出较好成长性。

1) 全资子公司安德科技是航发科技、成飞集团等重要客户的重要供应商，安德科技自主研发的机匣及反推装置已经列入某型号涡扇发动机重要配套零部件。航空工业成飞为我军提供四代隐身战机等主战航空装备，成飞产量逐年提升，多机型批产平行推进，尤其四代隐身战机正处于快速爬坡上量的阶段，生产压力巨大，预计产线不断扩充，随之带来的工艺装备等

需求大幅增加，公司目前在成飞工艺装备领域已是头部供应商，占有较高市场份额，核心受益这一进程。另外，公司主打的某大型涡扇发动机机匣及反推装置市场需求将有望放量增长。某航空发动机一举改变了目前我国运输机、轰炸机依靠国外发动机的现状，随着国产发动机的成熟，我们预计今年以及后续将迎来大批量的新装和换装需求，安德科技作为重要配套供应商较好受益。安德科技 2019 年度实现收入 0.86 亿元，同比下滑 24.4%，实现净利润 0.32 亿元，同比下滑 13.03%。2019 年因厂址搬迁，业绩受到一定影响，但两大主机厂客户成飞、成发需求旺盛，2020 年已经恢复，公司将受益成飞、成发的高景气。

2) 控股子公司长沙天映从事军用无人机维修业务，受益武器装备无人化趋势，公司率先卡位无人机维修市场，具备增长潜力。继 2016 年收购四川安德科技后，2018 年公司又通过资本运作取得了长沙天映 51% 的股权。公司年报显示，长沙天映为国内目前唯一一家具有军机维修资质的民营企业，同时也是“贵飞联合体”的核心成员单位，作为从事军机维修的专业企业，将充分受益军用无人机维修行业发展需求。报告期内，批量完成无人机维修任务，并向客户成功批量交付。2019 年，长沙天映实现营收 0.82 亿，净利润 0.18 亿。

■国内的工业制动器龙头，正成为具竞争力、跨越多领域的全球制动龙头企业。公司是目前国内生产规模大、产品品种全、行业覆盖面广，并具备较强自主创新能力的工业制动器专业生产商和工业制动系统解决方案提供商。产品大量广泛应用于港口、轨道交通、风力发电、冶金、矿山及建筑机械、水利电力工程、船舶及海洋重工、石油钻采等行业，预计 2020 年公司制动器业务受益风电、港口设备等行业将保持较高增速。1) 风电市场份额稳居前列，年报显示，公司风电客户涵盖了国内主要风电设备主机厂商，其中包括金风科技、湘电股份、广东明阳、上海电气、华锐风电等，且是国内唯一一家西门子风电全球合格供方。2020 年风机行业的景气度将继续提升，公司年报显示，新增装机容量有望提高至 25-28GW。近年来公司风电产品业绩表现良好并确立了竞争优势地位，2019 年公司风电业务量价齐升，重点客户如金风科技、远景新能源等订单均有所增加，预计风电制动器业务发展趋势继续向好；2) 港口方面，公司是国内港机龙头企业振华重工制动器的首选供应商，产品通过配套振华重工等主机厂商，出口到全球 92 个国家和地区，港机制动产品成为国内同行业的技术和质量标杆；3) 轨道交通制动领域，公司在有轨电车制动这一细分市场领域已经拥有多条线路交付业绩，地铁市场也在逐渐实现市场突破，预计 2020 年铁路基建有望加码，公司将受益于铁路装备行业加快发展的良机。

■投资建议：公司工业制动器领域与航空航天军工领域的双引擎发展。工业制动器领域，公司是目前国内生产规模大、产品品种全、行业覆盖面广，并具备较强自主创新能力的工业制动器专业生产商和工业制动系统解决方案提供商，下游风电、港口设备等增长迅速；航空航天军工领域，公司旗下安德科技是成飞、成发的核心配套商，受益成飞产能扩充及成发重点发动机型号的上量。长沙天映的军用无人机维修业务表现出较好成长性。我们预计公司 2020-2022 年净利润为 1.30 亿元、1.70 亿元、2.03 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21X、16X、13X。

■风险提示：成飞产线扩充不达预期；航空发动机业务不及预期、工业制动器市场开拓不达预期。

9.18. 航发科技年报点评：营收增长 43%，业绩扭亏为盈，内贸航空产品取得重要进展

■事件：

4 月 17 日，公司发布 2019 年年报：实现营收 33.84 亿元，同比增长 43.11%，完成年度预算的 120.34%；实现归母净利润 2257.75 万元，去年同期亏损 3.03 亿元。2020 年公司计划

实现营业收入 34.16 亿元，同比增长 0.95%。

■点评：

1) 内贸航空及衍生产品和外贸产品两大业务收入增幅明显，实现双轮驱动，内贸航空取得重要进展。2019 年实现营收 33.84 亿元，同比增长 43.11%，收入实现快速增长，主要系公司坚持聚焦主业、转型发展，内贸航空及外贸产品双轮驱动。其中，内贸航空及衍生产品实现收入 17.38 亿元，同比增长 57%，占营收比由 47% 增加至 51%。尤为值得重视的是，公司提到经过长期、艰苦、不懈的奋斗，公司内贸航空产品在 2019 年度取得了重要进展，我们认为这是较为重要的拐点信号，后续有望继续保持较高增长。外贸产品实现收入 15.19 亿元，同比增长 37%，创历史新高，主要是外贸航空产品收入 11.28 亿，同比增长 42%。公司不但稳住了在手订单，还争取了更多订单落户公司。全年新品试制启动 161 项，完成率 96%，全面打开转包产品转型升级新局面。工业民品则在聚焦主业规划下继续压缩，实现收入 8,985 万元，同比下降 28 %。

全年实现利润总额 4223 万元，归母净利润 2258 万元，同比实现扭亏为盈。净利润扭亏为盈主要系，本期费用率下降、资产减值损失同比减少约 2000 万元及政府补助等非经常性损益 2046 万元。毛利率方面，公司整体毛利率 12.5%，同比上升 0.12 个百分点。其中，内贸航空及衍生产品毛利率 11.17%，同比下降 4.11 个百分点，系材料、人工及外部加工费的增加；外贸产品毛利率 13.05%，同比提升 4.45 个百分点，主要系公司外贸产品规模的提升以及 2019 年航空发动机市场需求旺盛。公司销售费用率 0.95%、管理费用率 4.85% 和财务费用率 2.19%，同比分别改善 0.54、1.42 和 1.48 个百分点。研发费用率 2.18%，同比下降 1.41 个百分点，主要原因是本期航发科技本部进行组织机构调整，职工薪酬大幅度减少导致研发费用同比下降 13.19%。

单季度来看，公司 Q4 营收 17.35 亿元，同比增长 78.8%，环比增长 236.67%，主要是公司内贸航空业务增长较好。

报告期末公司存货 20.40 亿元，较期初下降 25.46%。其中，原材料 9.14 亿元，同比稍有下降，在产品 7.03 亿元，同比下降 45.42%，库存商品与期初基本持平，说明公司报告期内完成生产并基本实现了产销平衡。公司预收账款同比增长 103.98%，主要系子公司中国航发哈尔滨轴承预收货款增加。公司期末应收票据 1.19 亿元，同比增长 241.48%，主要系本年与客户以应收票据结算方式增加。

2019 年经营性现金流净额 7.77 亿元，同比增长 939.67%，主要系收到的内贸航空及衍生品贷款同比大幅增加、子公司中国航发哈轴收到的科研款同比增加；投资活动现金净流出 1.30 亿元，同比上升 34.57%，主要为固定资产投资增加；筹资活动现金净流出 6.46 亿元，上年同期 503 万元，主要为本期偿还借款增加。

2) 内贸航空及衍生产品业务取得重要进展，受益于我国军机发动机需求提升。报告期内公司内贸航空及衍生产品生产任务有序推进，参与某内贸航空产品取得重大进展，收入增幅明显。随着以运 20 等军机换装列装的提速，叠加发动机的不断国产化，我国军机发动机行业迎来大批量的新装和换装需求。我们认为，公司内贸航空及衍生产品业务受益于军机发动机整体需求提升，未来增长动力强劲。

3) 注重国际转包产品结构，着力提高公司核心竞争力。公司外贸产品主要承接国际知名航空发动机公司的委托加工业务，经过 30 多年发展，公司已经形成机匣、叶片、钣金、轴类产品专业生产平台，并成为多家国际知名发动机公司在亚太区的重要甚至是唯一的供应商。公司积极调整外贸产品结构，主动放弃部分技术价值低和附加值低的转包产品，提升公司的

核心竞争力。2019 年外贸航空产品稳住在手订单的同时争取了更多订单，且毛利率提升 4.45 个百分点。预计随着外贸航空转包市场前景转好以及公司核心竞争力不断加强，转包产品转型升级新局面将逐渐打开，盈利能力有望逐步提升。公司 2019 年在美洲地区的业务增长迅速，2020 年公司受全球疫情因素，部分出口转包订单推迟或取消的情况，以及进口材料采购面临延迟到货，或将对公司出口转包业务产生一定的影响。

■投资建议：公司内贸航空及衍生产品和外贸产品两大主业双轮驱动，2019 年内贸航空及衍生产品业务取得重要进展，受益于我国军机发动机需求提升以及发动机国产化替代，增长明显；外贸产品业务受益于外贸航空转包市场前景的转好以及公司核心竞争力的不断加强，盈利能力逐步提升。我们认为公司当前发展处于拐点向上阶段，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.76 亿元、1.32 亿元、1.95 亿元，EPS 为 0.23 元、0.40 元、0.59 元，对应目前估值为 76X、43X、29X。

■风险因素：国际转包业务的变动风险，国内军机列装不达预期。

9.19. 中航机电年报点评：净利增速高于营收，航空产品发展较好，整体符合预期

■事件：

公司发布 2019 年年报，公司实现营收 121.31 亿元，同比增长 2.98%，实现利润总额 12.45 亿元，同比增长 9.65%；实现归母净利 9.62 亿元，同比增长 12.44%。2020 年，经济目标实现营收 122.42 亿元，同比增加 0.92%，利润总额 13.09 亿元，同比增加 5.14%。

■点评：

■净利增速高于营收，整体符合预期。2019 年，公司实现营收 121.31 亿元，同比增长 2.98%；实现利润总额 12.45 元，同比增长 9.65%；实现归母净利 9.62 亿元，同比增长 12.44%。归母净利增长高于营收增长主要原因为公司航空产品占比提升明显，汽车与制冷产业业务跟随行业下滑承压而下滑。细分看，公司航空产品实现收入 83.77 亿元，同比增长 11.04%，反映航空尤其军机业务的较好景气度；非航空产品实现收入 36.42 亿元，同比下降 11.23%，其中汽车制造业、其他制造业收入分别下滑 7.19%、16.44%；业非主业现代服务业务则继续压缩，实现收入 1.12 亿元，同比下降 16.06%。

公司整体毛利率 27.01%，净利率 7.92%，相比去年分别提高了 0.61、0.67 个百分点。公司毛利率提升主要是毛利率更高的航空产品占比提升，同时航空产品中军品景气，毛利率也提升了 0.53 个百分点。公司整体费用率保持平稳，但公司加大研发费用，研发费用率提高了 0.96 个百分点，销售费用、管理费用、财务费用则分别改善 0.36、0.33、0.11 个百分点。

资产负债表看，公司货币资金 48.99 亿元，较期初增加 38.8%；存货 44.89 亿元，较期初增加 7.9%；长期股权投资较期初增加 178.9%；短期借款较期初增加 39.3%。主要是报告期内公司处置贵阳航空电机 100%股权，收购南京航健 70%的股权，注资宏光装备 36.55%的股权。

公司 2020 年经济目标是实现营收 122.42 亿元，同比增加 0.92%，利润总额 13.09 亿元，同比增加 5.14%。我们预计公司考虑了非航空业务所处汽车等行业承压，航空产品则预计会以更高的增速增长。

■中航机电是中航工业旗下航空机电系统业务专业化整合和产业化发展平台，是我国军用和民用航空机电系统领域国家队，在我国航空机电产业中具有龙头地位。公司航空主业突出，

内生增长稳健，将核心受益我国军民两大机电产业的快速发展。我们认为公司未来几年增长的核心驱动因素主要来自于两个方面：1) 我国航空装备处于换装列装的高景气阶段，公司产业地位高企，有望以高于主机厂的业绩增速继续发展。2) 以 C919 为代表的国产大飞机适航取证顺利推进，未来需求旺盛，以及机电系统的国产化趋势将是拉动我国民机机电系统快速增长的主要力量。

■航空工业机载系统成立，将打造国际航空机载系统公司，公司是重要承接载体，作为唯一的航空机电系统全科目平台，资产整合仍可预期。中航机载系统公司 2018 年 9 月成立，整合组建航空工业机载意义重大，有利于更好地承担国家机载专项，顺应了全球航空机载产业机、电一体化发展趋势的需要。航空工业机载 7 个事业部中机电系统相关的事业部有 4 个。公司目前托管包括金城南京机电液压工程研究中心、航空救生研究所等研究所在内的 8 家公司。中航机电作为唯一平台，在机载系统专业化整合，事业部管理的发展背景下，整合仍有望继续，核心优质资产注入将带动中航机电在系统级供应能力上再上升一级，协同效应有望进一步凸显。

■投资建议：中航机电作为我国机载机电系统绝对龙头，航空主业突出，内生增长稳健，将核心受益我国军机新机型换装列装加速以及新机型机电系统价值量占比逐渐提升两个主要增长逻辑，同时民机机电系统在以国产大飞机等为代表的民机中市场占有率逐渐提升，国产替代空间巨大。公司是中航工业旗下航空机电系统业务的专业化整合和产业化发展平台，平台地位稳固、唯一，前期资本运作有序开展，后续托管优质资产有望持续注入。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.27、11.83、13.76 亿，EPS 为 0.28、0.33、0.38 元，对应当前股价 PE 分别为 29X、25X、22X。

■风险提示：武器装备列装换装不达预期；民用航空机电产品订单及国产替代不达预期；院所改制及资产注入进度不及预期。

9.20. 中直股份年报点评：直升机龙头稳健增长，直-20 需求景气

■ 事件：

公司发布 2019 年报：实现营业收入 157.95 亿元，同比增长 20.89%；实现归母净利润 5.88 亿元，同比增长 15.26%；扣非净利润 5.63 亿元，同比增长 20.53%。

■ 点评：

公司营收增长主要来自航空产品（155.37 亿，同比+21.41%）交付增加拉动。从分部看，哈尔滨分部实现营收 66.57 亿元，占总营收 40.1%，同比增长 48.43%，或主要是直-20 新机型快速上量；景德镇分部实现营收 90.28 亿，占总营收 56.5%，同比增长 6.61%，其产品包括直-8、直-10 等系列机型处于装备高峰。

公司整体毛利率 13.92%，净利率 3.72%，基本保持平稳。其中，航空产品毛利率略有提高 0.03 个百分点，但风机等产品毛利率下滑了 2.23 个百分点。期间费用率相比去年改善 0.28 个百分点，加大研发投入，研发费用同比增长 55.75%，研发费用率上升 0.68 个百分点，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别改善了 0.16、0.68、0.10 个百分点。

资产负债表看，公司存货 163.4 亿元，较期初增加 22.29%，可伴随产品的继续交付逐步转化为营收；公司应付账款较期初增加 52.17%，主要原因是本期材料采购增加，应付账款增加。

直 20 战术通用直升机 2019 年列装加速，2020 年需求更加旺盛。直 20 通用直升机可比照美

军“黑鹰”，其强大拓展能力，满足我陆、海、空三军通用，保守估计交付总量在 600 架以上。美军“黑鹰”直升机是 10 吨级通用直升机的典型代表，占美国军用直升机整体数量比高达 53%。我们认为，即使保守估算，未来我国直 20 战术通用直升机的需求总量有望达到 600 架以上，成为我国军用直升机主力机型。

■投资建议：在陆航部队扩编、075 直升机航母等舰艇列装背景下，我国军用直升机存在巨大需求空间；叠加我国直 20 战术通用直升机列装加速，我们认为中直股份基本面持续向好，2020 年仍将保持稳健态势增长。我们预计 2020-2022 年净利润分别为 6.99、7.97、9.22 亿元，EPS 分别为 1.19、1.35、1.56 元，对应当前股价的 PE 分别为 37X、33X、28X。

■风险因素：陆航旅建设速度不达预期；新产品交付进度不及预期。

9.21. 中航飞机年报点评：业绩增长平稳，资产置换有望提升盈利能力

■事件：

3 月 30 日，公司发布 2019 年年报，实现营收 342.98 亿元，同比增长 2.48%；实现归母净利润 5.69 亿元，同比增长 1.94%；实现扣非归母净利润 4.42 亿元，同比下降 16.61%。2020 年经济目标实现营收 343.72 亿元，同比增长 0.22%。

■点评：

■营收平稳增长，扣非净利润下滑。

利润表来看，2019 年，公司实现营收 342.98 亿元，同比增长 2.48%。公司营收增幅低于往年的原因主要系：沈飞民机和西飞民机在 2019 年不再并表，二者 2018 年合计营收超过 15 亿元；营收结构来看，航空产品收入 334.98 亿元（+2.56%），占营收比 97.66%，仍为公司主要收入来源；非航空产品收入 15.33 亿元，占比同比提升 0.81 个百分点。

2019 年营业利润 6.62 亿元，同比增长 0.71%；利润总额 6.63 亿元，同比增长 7.19%；归母净利润 5.69 亿元，同比增长 1.94%；扣非归母净利润 4.42 亿元，同比下降 16.61%。利润总额增速显著高于营收，主要系营业外收入 979 万元（+169.6%）以及营业外支出 860 万元（-79.65%），上期营业外支出 4230 万，主要为固定资产报废损失；扣非归母净利润同比下降 16.61%，主要是 2019 年非经常性损益 1.27 亿元（+337.9%），其中公允价值变动损益 3073 万元、对西飞民机公司、沈飞民机公司丧失控制权形成的投资收益 5990 万元、资产处置收益约 3938 万元。

公司整体毛利率 5.85%，净利率 1.66%，同比下降 0.25 和 0.14 个百分点。公司毛利率小幅下降主要由于占比较高的航空产品毛利率下降，2019 年航空产品占营收比重达 97.66%，毛利率 5.24%，同比下降 0.4 个百分点；公司费用率 4.26%，同比下降 0.12 个百分点，但公司加大研发投入，研发费用率由 0.36%提升至 0.39%。

资产负债表来看：公司期末长期股权投资、无形资产、货币资金分别为 25.28、2.98、67.39 亿元，同比变化+342.17%、-30.87%、-22.46%，主要系西飞民机和沈飞民机不再纳入合并报表范围，转为权益法核算导致；报告期末预付账款 58.63 亿元，同比增长 42.35%，主要系采购商品预付款项增加；存货 146.86 亿元，同比增长 7.9%，其中原材料、周转材料小幅下降，在产品、库存商品、发出商品和委托加工物资增加；同时预收账款 35.14 亿元，同比增长 306.56%。以上反映公司订单充足，正在加紧生产。

现金流量表来看：经营活动产生的现金流量净额同比减少 60.57%，主要原因是本期购买商品、接收劳务支出的现金增加；投资活动产生的现金流量净额同比减少 336.61%，主要由于

本期西飞民机公司、沈飞民机公司不再纳入合并报表范围；筹资活动产生的现金流量净额同比减少 64.29%，主要原因是上期西飞民机公司获得外部增资，本期不再纳入合并报表范围。

■军用运输机、轰炸机主机厂，运 20 等机型需求空间大。公司主要交付机型包括：运-20、运 8/9 及特种作战改型飞机、轰-6 系列。公司作为国内运输机和轰炸机主机厂，一方面运-20 及其为平台的预警机和加油机需求不断，近几年是量产的高峰期，有望带动公司业绩快速提升；另一方面，未来几年轰-6 系列仍是我国重要的战略轰炸力量，需求稳中有升。此外，远程轰炸机新型号值得特别期待。

■民机整机方面，涡浆支线飞机具备广阔前景，同时较大受益国产大飞机交付。全球涡浆支线航空前景广阔，中国支线航空发展潜力巨大，公司新舟系列是目前国内民航市场国产涡浆支线飞机的主打品牌；民机航空制造方面，公司是大型客机 C919 机体结构最大承制商，承担 6 个工作包，同时是支线飞机 ARJ21 部件的主要承制商。中国商飞官网新闻显示，截至目前，6 架 C919 试飞飞机已全部投入试飞，有望今年完成适航取证、2021 年实现首批交付，未来随着 C919 的批量交付以及 ARJ21 的产量增加，公司受益较大。

■资产置换聚焦航空整机主业，盈利能力有望提升。2019 年 11 月 5 日，公司公布拟将部分飞机零部件制造业务资产与航空工业飞机部分飞机整机制造及维修业务资产置换，拟置入西飞、陕飞和中航天水飞机 100% 股权资产，目前有关事项正积极推进中。2019 年公司与中航工业及其所属单位关联交易额占营收 90.28%，本次置换可以实现西飞和陕飞集团的整体上市，节省中间环节费用，提升公司盈利能力。

■投资建议：中航飞机是国内军用大飞机及特种飞机的生产商，平台地位重要，资产置换完成后，航空整机主业进一步聚焦，盈利能力有望进一步提升。军机领域，运 20 处于批产高峰期，轰-6 需求有望稳中有升，带动公司业绩；民机领域，公司是 C919、ARJ21 的主要配套商，预计随着国产大飞机完成适航取证、首架交付，公司的远期空间将打开。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.17、7.25、8.45 亿，对应 EPS 分别为 0.22、0.26、0.31 元，对应 PE 分别为 79、67、58 倍。

■风险提示：军用整机装备交付不达预期，民用飞机业务进展不达预期

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、张傲声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034