

推荐 (维持)

航空主机厂及材料领域景气度延续，行业估值优势凸显

2020 年 05 月 10 日

军工行业 2019 年&20Q1 业绩总结

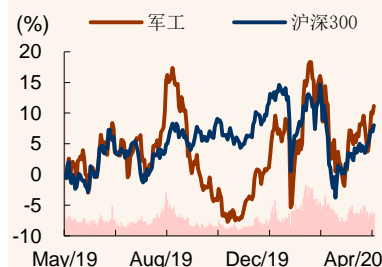
上证指数 2895

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	66	1.7
总市值 (亿元)	7870	1.3
流通市值 (亿元)	5603	1.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.9	14.7	16.6
相对表现	1.0	15.0	8.5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《军工行业事件点评—首次被列入“新基建”范畴，我国卫星互联网建设元年大幕拉开》2020-04-20
- 2、《中航科工 (2357.HK) 年报点评—资产质量持续提升，直升机资产整合实现关键性进展》2020-04-07
- 3、《航空发动机产业专题深度报告—中国航发无可替代，砥砺多年终迎腾飞》2020-03-10

王超

010-57601716

wangchao18@cmschina.com.cn

S1090514080007

岑晓翔

cenxiaoxiang@cmschina.com.cn

S1090518090007

报告回顾了国防军工行业 2019 年及 20 年一季度业绩表现。军工行业基本面持续改善。我们认为，随着“十三五”进入收官阶段，行业订单有望加速释放。在疫情对我国经济造成的负面影响较大的背景下，军工行业的高景气度价值将进一步凸显。维持对行业的投资评级“推荐”。

- **军工行业 2019 年经营情况持续向好，盈利能力不断提升。**以 SW 行业分类来看，2019 年国防军工行业整体营收同比增长 4.3%，在 28 个子行业中排名第 18。行业整体归母净利润同比增长 12.4%，归母净利润增速远高于行业营收增速，在子行业中排名第 10。回顾“十三五”期间，行业销售毛利率整体保持不断改善的趋势，在剔除异常样本后，2019 年全行业的盈利能力都实现了较明显的改善。在现金流方面，2019 年行业的回款情况亦有大幅改善。此外行业资本支出持续增加，一定程度反映了随着新机型逐步进入批产阶段，上市公司积极提升生产能力。
- **航空、军工电子、新材料产业链景气度明显。**为了进一步改进行业指数对基本面的真实反映能力，我们选取了 78 家军品占比较高的上市公司作为研究对象，并根据其产品主要下游应用领域及所处产业链位置进行多维度的分组。在航空、航天、船舶、地面装备、电子五大领域中，航空领域的上市公司最多，同时贡献了行业 50% 以上的收入和净利润。此外航空与电子领域也是业绩表现最好的细分领域。而在航空产业链上，中下游的主机厂和分系统供应商行业地位稳固，具有规模效应，盈利能力持续提升，另外新材料领域受益于在新型航空装备中的使用占比提升，业绩弹性较为明显。
- **2020 年一季度军工行业受疫情影响相对较小，行业景气度仍在延续。**2020Q1，疫情对军工企业的正常经营活动也产生了一定负面影响，但相对较小。SW 国防军工板块 20Q1 应用收入同比下滑 11.9%，但净利润逆势增长 39.6%，全行业排名第二。在细分领域中，航空产业链依然保持较高的景气度，其中 2019 年表现较好航空主机厂、分系统与新材料供应商在 20Q1 依然表现突出。同时在资产负债表科目中，行业的存货、预付账款出现明显增长，显示出行业下游订单旺盛，生产任务饱满，预计随着复工复产的推进，供应链恢复正常运转，行业存货转换为收入，业绩将进一步释放。
- **军工行业估值处于历史底部，投资价值凸显。**军工行业经过近 4 年的调整，行业估值回落至近 5 年底部。航空装备子行业目前整体估值 43 倍，处在历史最底部。主机厂估值回落至 40 倍附近，分系统及零部件企业估值在 20-30 倍。我们认为，2020 年作为“十三五”最后一年，军品订单释放的确定性较强，行业基本面良好，在疫情对我国经济造成的负面影响较大的背景下，军工行业的高景气度价值将进一步凸显。另外院所改制持续推进，有望在年内实现突破，行业改革有望加速。同时随着卫星互联网被纳入新基建范畴，将开启全新的广阔市场。基本面+改革催化共振，明确看好行业的投资机会。建议关注：1、业绩增长确定性强，估值具备优势的白马；2、卫星互联网产业链。

风险提示：国防装备订单交付存在波动、行业改革进度不及预期。

重点公司主要财务指标

公司名称	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	评级
中航机电	8.32	0.27	0.31	0.37	27	22	3	强烈推荐-A
中航沈飞	34.35	0.63	0.95	0.97	36	35	5	强烈推荐-A
中直股份	43.94	1.00	1.23	1.52	36	29	3	强烈推荐-A
中航飞机	17.92	0.21	0.26	0.31	69	58	3	强烈推荐-A
中航科工	3.05	0.22	0.26	0.30	11	9	0	强烈推荐-A
航发动力	24.87	0.48	0.55	0.65	45	38	2	强烈推荐-A
中航高科	15.50	0.40	0.28	0.38	55	41	5	强烈推荐-A
中航光电	36.70	1.04	1.08	1.33	34	28	5	强烈推荐-A
中航电子	14.02	0.32	0.36	0.43	39	33	3	强烈推荐-A
中航电测	10.87	0.36	0.41	0.51	27	21	4	强烈推荐-A
航天电器	27.69	0.94	1.11	1.32	25	21	4	强烈推荐-A
天银机电	21.12	0.33	0.39	0.43	54	49	6	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、2019 军工行业业绩回顾	4
(一) 国防军工行业整体状况持续向好	4
1、军工行业业绩保持稳定增长	4
2、行业盈利能力持续提升	5
3、经营性现金流大幅改善，资本支出持续增加	6
(二) 子行业分析：航空、军工电子、新材料产业链景气度明显	6
(三) 行业上市公司业绩统计	10
二、2020 年一季度军工行业业绩分析及展望	12
(一) 行业受疫情影响相对较小，逆周期特性凸显	12
(二) 景气度延续，主机厂、分系统、新材料领域表现突出	13
(三) 资产负债表显示订单饱满，业绩有望持续释放	14
三、国防军工行业行情回顾	15
四、投资逻辑及重点推荐标的	18
五、风险提示	18

图表目录

图 1: SW 子行业 2019 年收入增速 (%)	4
图 2: SW 子行业 2019 年归母净利润增速 (%)	4
图 3: “十三五”期间 SW 国防军工行业收入增速情况	5
图 4: SW 国防军工行业毛利率变化情况	5
图 5: SW 国防军工行业净利润率变化情况	5
图 6: SW 国防军工行业 ROA 变化情况	5
图 7: SW 国防军工行业 ROE 变化情况	5
图 8: 国防军工行业五大领域上市公司数量占比	7
图 9: 国防军工行业五大领域上市公司市值占比	7
图 10: 国防军工行业五大领域上市公司收入占比	7
图 11: 国防军工行业五大领域上市公司净利润占比	7
图 12: 国防军工行业营业收入增长情况	8
图 13: 国防军工行业归母净利润增长情况	8
图 14: 国防军工行业扣非后归母净利润增长情况	8

图 15: 航空产业链营业收入增长情况	9
图 16: 航空产业链归母净利润增长情况	9
图 17: 航空产业链扣非后归母净利润增长情况	10
图 18: 2019 国防军工行业归母净利润增速分布	10
图 19: 2019 航空子行业归母净利润增速分布	10
图 20: 2019 航天子行业归母净利润增速分布	11
图 21: 2019 船舶子行业归母净利润增速分布	11
图 22: 2019 地面装备子行业归母净利润增速分布	11
图 23: 2019 军工电子子行业归母净利润增速分布	11
图 24: SW 子行业 2020 年一季度收入增速 (%)	13
图 25: SW 子行业 2020 年一季度归母净利润增速 (%)	13
图 26: SW 航空装备资产负债表科目变化(单位: 亿)	14
图 27: SW 航天装备资产负债表科目变化(单位: 亿)	14
图 28: SW 船舶制资产负债表科目变化(单位: 亿)	15
图 29: SW 地面兵装资产负债表科目变化(单位: 亿)	15
图 30: SW 国防军工指数 2020 年走势	15
图 31: SW 一级子行业 2020 年走势	16
图 32: SW 国防军工二级子行业 2020 年走势	16
图 33: SW 国防军工行业历史估值	17
图 34: SW 国防军工二级子行业历史估值	17
图 35: 军工行业历史 PE Band	19
图 36: 军工行业历史 PB Band	19
表 1: SW 军工行业经营性现金流情况 (亿元)	6
表 2: SW 军工行业投资性现金流情况 (亿元)	6
表 3: SW 军工行业筹资性现金流情况 (亿元)	6
表 4: 行业重点标的 2019 年业绩情况一览 (亿元)	11
表 5: 军工行业五大领域 20Q1 实际业绩变化情况 (单位: 亿)	13
表 6: 航空产业链 20Q1 实际业绩变化情况 (单位: 亿)	14
表 7: 航空产业链重点标的动态估值	17

一、2019 军工行业业绩回顾

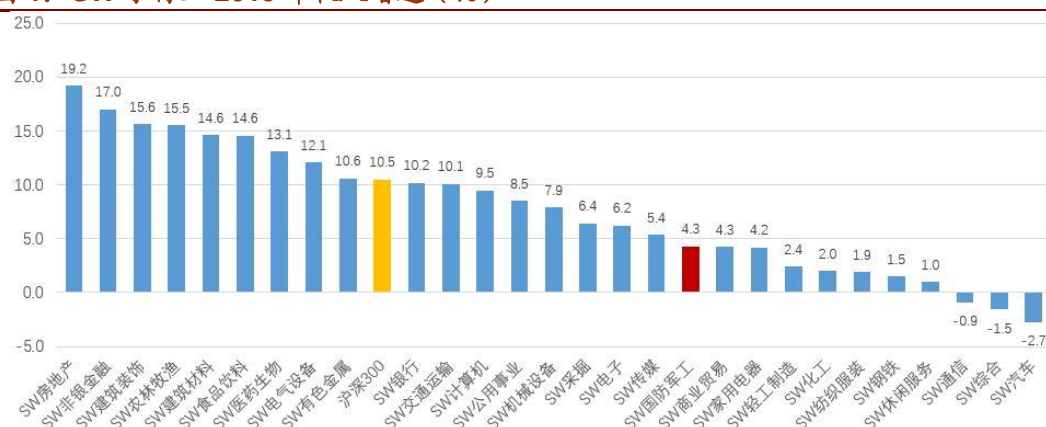
（一）国防军工行业整体状况持续向好

2019 国防军工行业基本面继续向好，在国防军费支出稳步增长的大背景下，随着新型装备进入批产阶段，原有型号更新换代提速。目前“十三五”已进入收官阶段，军品采购预计将进入集中确认阶段。而随着军品定价机制改革等逐步落地实施，主机厂及中下游供应商将进入收入及盈利能力同步提升的黄金时期，行业基本面有望迎来进一步加速改善。

1、军工行业业绩保持稳定增长

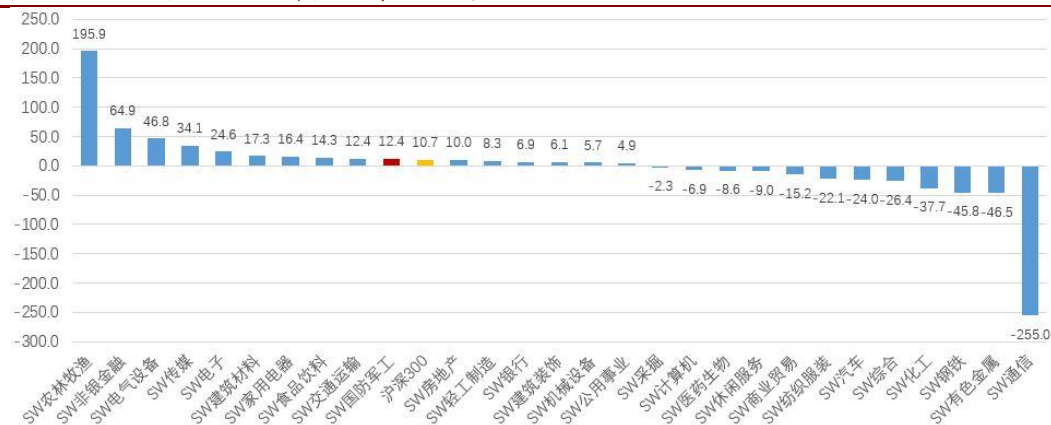
军工行业 2019 业绩继续保持稳定增长。以 SW 行业分类来看，2019 年国防军工行业整体营收同比增长 4.3%，在 28 个子行业中排名第 18。行业整体归母净利润同比增长 12.4%，归母净利润增速远高于行业营收增速，在子行业中排名第 10，同时亦高于沪深 300 平均水平。

图 1：SW 子行业 2019 年收入增速（%）



资料来源：Wind、招商证券

图 2：SW 子行业 2019 年归母净利润增速（%）

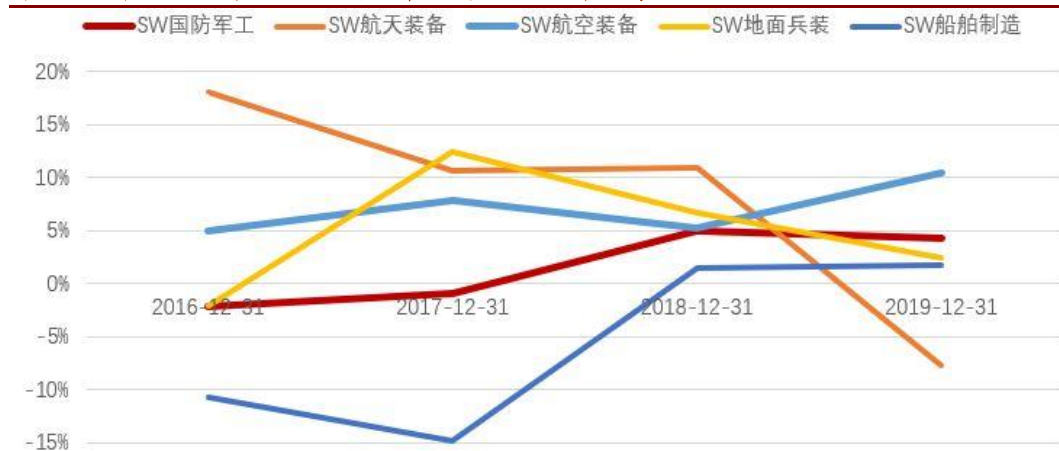


资料来源：Wind、招商证券

纵向来看，在“十三五”期间，国防军工行业的收入增速稳步提升，但在四个子行业中，

航天装备、地面兵装、船舶制造行业的收入规模波动较大，近航空装备子行业基本保持稳步增长的态势。

图 3：“十三五”期间 SW 国防军工行业收入增速情况



资料来源：Wind、招商证券

2、行业盈利能力持续提升

从经营状况来看，“十三五”期间，行业销售毛利率整体保持不断改善的趋势。从 SW 国防军工行业数据来看，2019 年，四大子行业的毛利率均实现提升，而除航空装备子行业外，其他三个子行业在净利润率、ROA、ROE 三个指标上也实现改善，仅航空装备子行业出现下滑，其主要原因是航空装备子行业的成分股中，如新研股份、炼石航空在 2019 年均出现巨额减值损失，对子行业的业绩扭曲较大，如剔除相关影响，四大子行业的盈利能力在 2019 年都实现的明显改善。

图 4：SW 国防军工行业毛利率变化情况



资料来源：Wind、招商证券

图 5：SW 国防军工行业净利润率变化情况



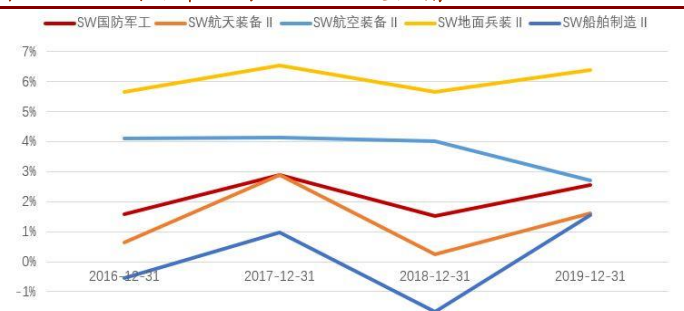
资料来源：Wind、招商证券

图 6：SW 国防军工行业 ROA 变化情况



敬请阅读末页的重要说明

图 7：SW 国防军工行业 ROE 变化情况



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

3、经营性现金流大幅改善，资本支出持续增加

在经营性现金流量方面，军工行业呈现一定程度的“大小年”规律，相较于 2018 年行业经营性现金流的大幅缩减，2019 年行业的回款情况大幅改善，预计会对相关公司改善现金流情况，减少财务费用产生一定正面作用。

而在投资性现金流方面，行业的投资净额一直呈现出支出加大的趋势，尤其是航空装备子行业投资性支出持续增长，我们认为这一定程度上反映了随着新机型逐步进入批产阶段，行业加大资本支出，提升生产能力。

表 1: SW 军工行业经营性现金流情况（亿元）

日期	经营活动产生的现金流量净额(合计)				
	SW国防军工	SW航天装备 II	SW航空装备 II	SW地面兵装 II	SW船舶制造 II
2016-12-31	-78.53	-13.67	3.75	-5.72	-62.89
2017-12-31	180.67	-16.12	57.84	60.72	78.23
2018-12-31	82.92	14.84	20.37	37.58	10.13
2019-12-31	305.91	32.71	144.32	69.49	59.39

资料来源: Wind、招商证券

表 2: SW 军工行业投资性现金流情况（亿元）

日期	投资活动产生的现金流量净额(合计)				
	SW国防军工	SW航天装备 II	SW航空装备 II	SW地面兵装 II	SW船舶制造 II
2016-12-31	-122.30	-23.80	-74.18	-5.31	-19.01
2017-12-31	-191.55	-18.25	-99.74	-4.46	-69.09
2018-12-31	-134.77	-23.64	-92.88	-18.65	0.40
2019-12-31	-335.97	-49.88	-129.04	-14.02	-143.03

资料来源: Wind、招商证券

表 3: SW 军工行业筹资性现金流情况（亿元）

日期	筹资活动产生的现金流量净额(合计)				
	SW国防军工	SW航天装备 II	SW航空装备 II	SW地面兵装 II	SW船舶制造 II
2016-12-31	146.33	45.47	68.07	4.54	28.26
2017-12-31	170.81	37.61	61.01	-6.94	79.13
2018-12-31	1.58	26.26	47.77	3.40	-75.85
2019-12-31	76.09	29.01	34.62	-3.24	15.70

资料来源: Wind、招商证券

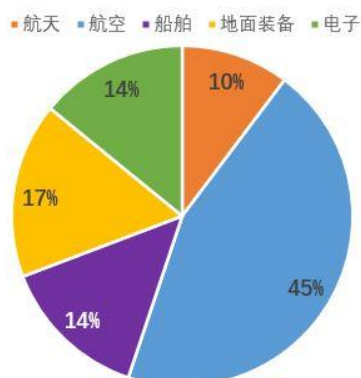
（二）子行业分析：航空、军工电子、新材料产业链景气度明显

由于成分股选择的差异、个股因为资本运作或减值损失等非经常性项目导致的业绩异常变化等原因，市场常用的 SW 国防军工指数等行业指数并不能真实反应行业的基本面变化。因此，我们以 SW 国防军工指数成分股为基础，并补充了数家军工业务占比较高的上市公司，最终挑选了 78 家上市公司作为研究对象。根据其产品主要下游应用领域及所处产业链位置进行多维度的分组。

从标的选取结果来看，78 家上市公司中，航空领域的上市公司最多，且贡献了行业 50% 以上的收入及利润。而船舶领域虽然收入及市值体量较大，但目前盈利能力较差。而电

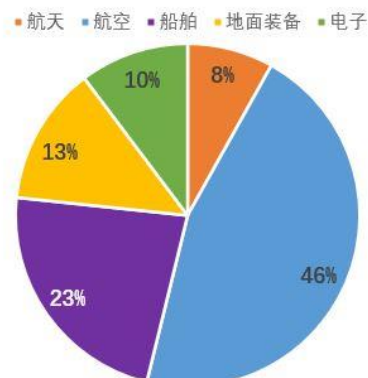
子领域虽然收入占比最低，但盈利能力最高。

图 8：国防军工行业五大领域上市公司数量占比



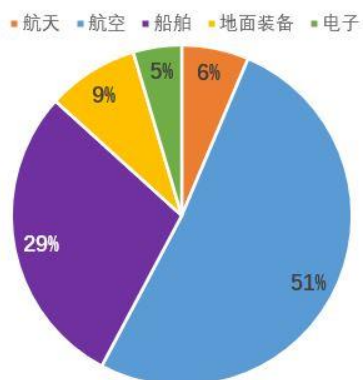
资料来源：Wind、招商证券

图 9：国防军工行业五大领域上市公司市值占比



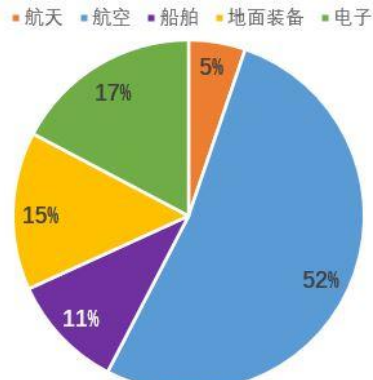
资料来源：Wind、招商证券

图 10：国防军工行业五大领域上市公司收入占比



资料来源：Wind、招商证券（注：2019 数据）

图 11：国防军工行业五大领域上市公司净利润占比



资料来源：Wind、招商证券（注：2019 数据）

在计算行业增速时，我们剔除了由于当年或前一年度出现资产重组、资产出售、大额减值导致增速数据异常变化的个股。最后，我们整理发现：

航空：受益于新型装备的加速列装，是唯一整体上持续增长且增速不断提升的子行业。

航天：行业资产证券化率较低，行业内上市公司整体经营情况近两年出现下滑。

船舶：船舶领域受民船市场影响较大，但在剔除民船业务影响较大的上市公司后，相关船舶配套上市公司整体经营情况仍出现了明显下滑。

地面装备：行业整体保持正增长，但增速出现下滑。

电子：受益于武器装备的信息化升级以及国产替代的趋势，行业保持较高增速。

图 12: 国防军工行业营业收入增长情况



资料来源: Wind、招商证券

图 13: 国防军工行业归母净利润增长情况



资料来源: Wind、招商证券

图 14: 国防军工行业扣非后归母净利润增长情况



资料来源: Wind、招商证券

由于航空产业链上市公司较多，且产业链较长，我们进一步将航空领域划分为总装、分系统、元器件&配套、零部件&加工、材料五大产业链环节进行分析。

总装：收入端平稳增长，与军费增速较为接近，19 年收入端开始提速，同时利润增速明显高速收入增速。预计随着新型装备陆续进入批产阶段，规模效应将不断显现，同时随着定价机制改革的持续推进，总装类上市公司的盈利能力有望继续改善。

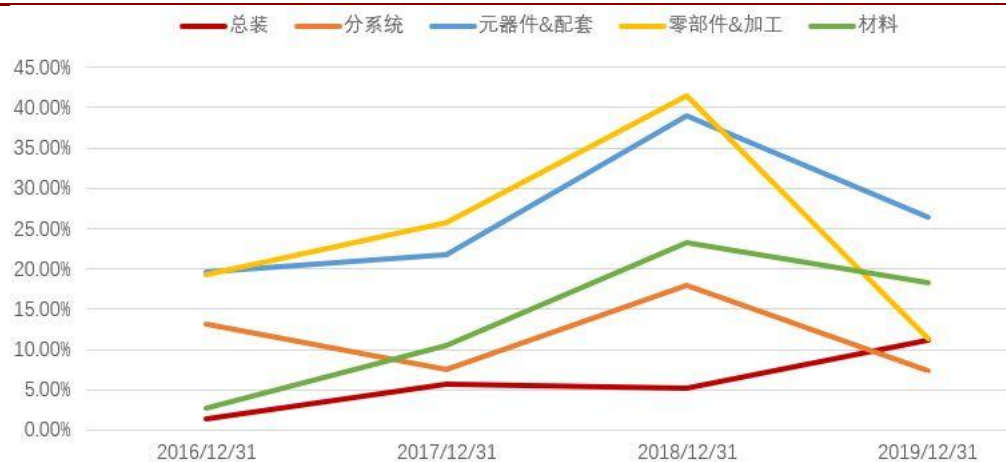
分系统：收入利润增长较为稳定，在产业链内地位稳固。利润增速高速收入增速。

元器件&配套：收入利润增速持续保持在较高水平，但利润增速低于收入增速。行业受益于武器装备信息化的趋势，但规模效应并不明显。

零部件&加工：收入波动较大，同时利润增速较低。行业科研壁垒相对较低，相较于小批量定制化产品，批产阶段产品利润率可能出现下滑。

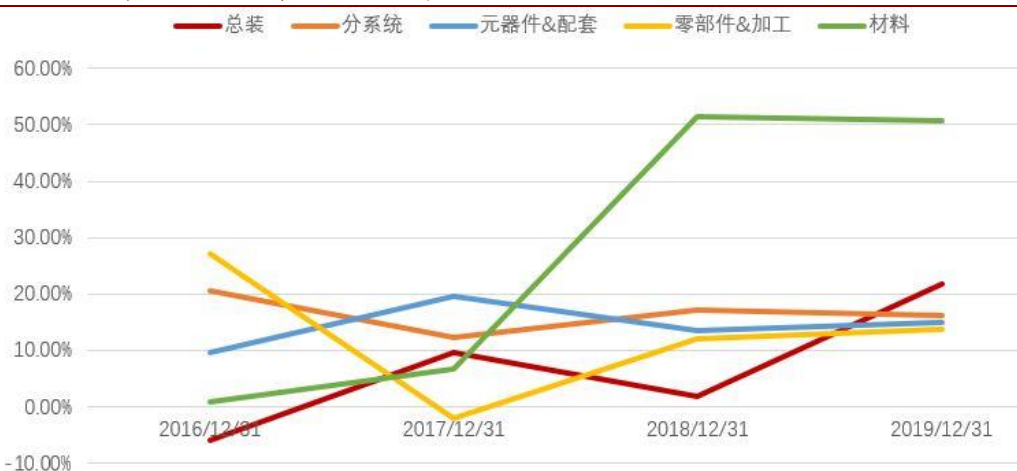
材料：收入增速整体向上提升，同时利润端出现较大增长。一方面受益于原材料价格下降，另一方面受益于新型航空装备中对新材料的使用占比提升，业绩弹性最好。

图 15：航空产业链营业收入增长情况



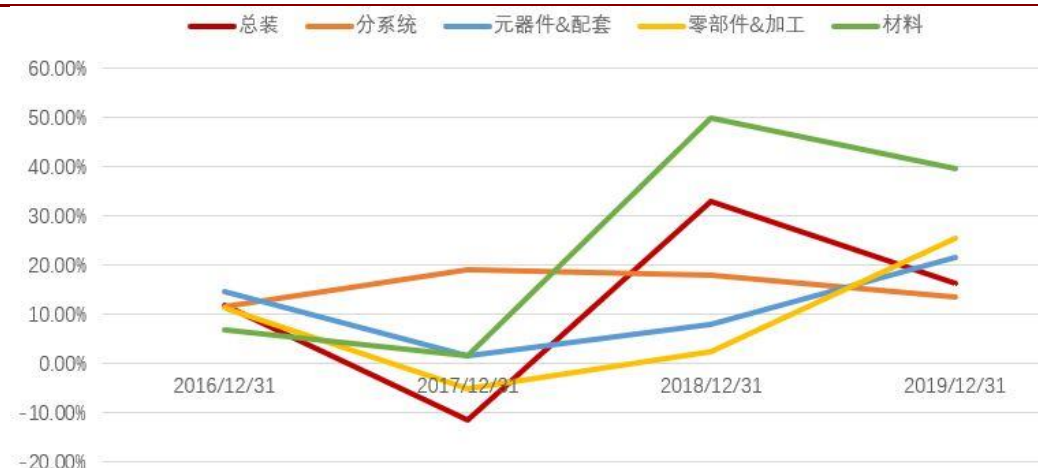
资料来源：Wind、招商证券

图 16：航空产业链归母净利润增长情况



资料来源：Wind、招商证券

图 17: 航空产业链扣非后归母净利润增长情况



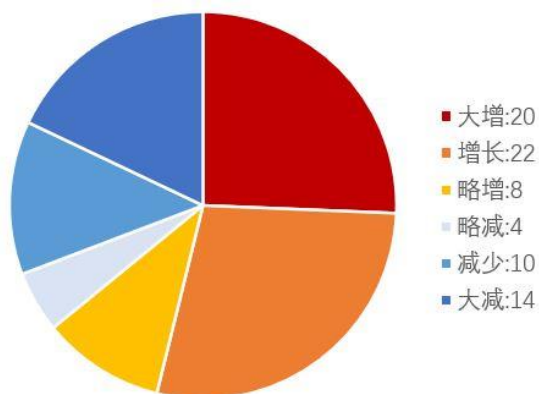
资料来源: Wind、招商证券

综合来看,在国防军工四大传统子行业中,航空装备子行业增长确定性最强,且基本面持续提升的趋势明显。而军工电子领域受益于武器装备的信息化升级以及国产替代的趋势,也保持了较高增速。而在航空装备产业链中,中下游的主机厂和分系统供应商行业地位稳固,具有规模效应,盈利能力持续提升,另外新材料领域受益于在新型航空装备中的使用占比提升,业绩弹性较为明显。航空、电子、新材料产业链景气度明显。

(三) 行业上市公司业绩统计

以我们选取的 78 家上市公司为样本,2019 年业绩同比实现增长的合计 50 家,占比为 64%。而在五大领域中,航空及军工电子领域的上市公司整体情况明显优于行业整体。而船舶与地面装备领域表现相对较差。

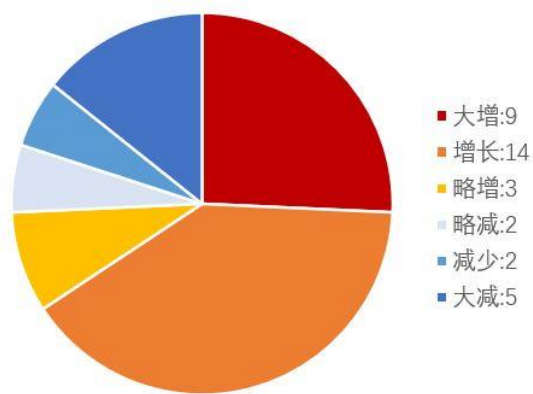
图 18: 2019 国防军工行业归母净利润增速分布



资料来源: Wind、招商证券

注释: 大增:>30% 增长:10%-30% 略增:0-10% 略减:-10%-0 减少:-30%-10% 大减:<-30%

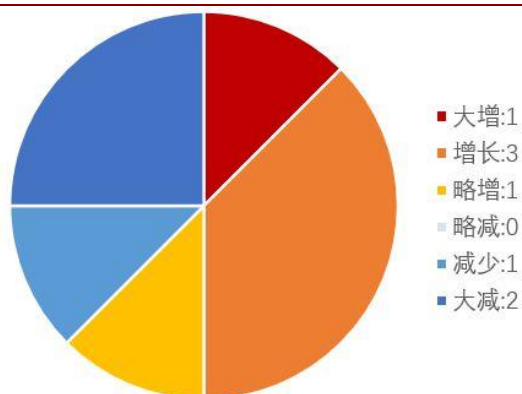
图 19: 2019 航空子行业归母净利润增速分布



资料来源: Wind、招商证券

注释: 大增:>30% 增长:10%-30% 略增:0-10% 略减:-10%-0 减少:-30%-10% 大减:<-30%

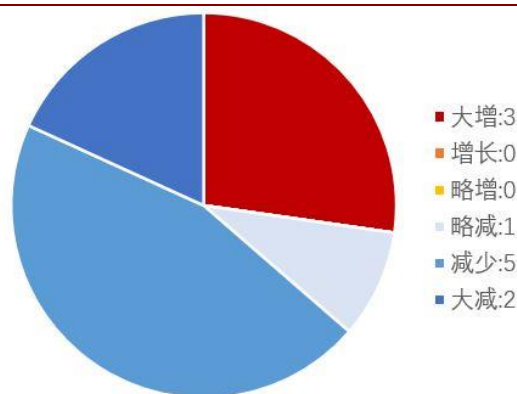
图 20: 2019 航天子行业归母净利润增速分布



资料来源: Wind、招商证券

注释: 大增:>30% 增长:10%-30% 略增:0-10% 略减:-10%-0 减少:-30%-10% 大减:<-30%

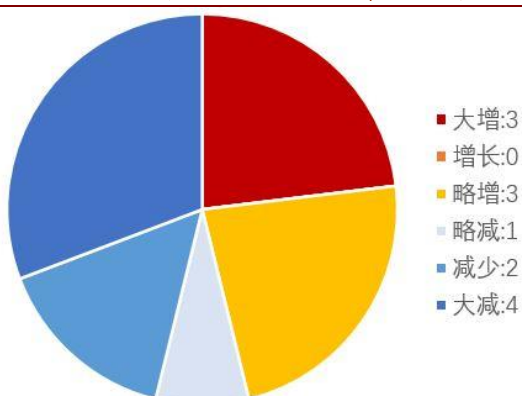
图 21: 2019 船舶子行业归母净利润增速分布



资料来源: Wind、招商证券

注释: 大增:>30% 增长:10%-30% 略增:0-10% 略减:-10%-0 减少:-30%-10% 大减:<-30%

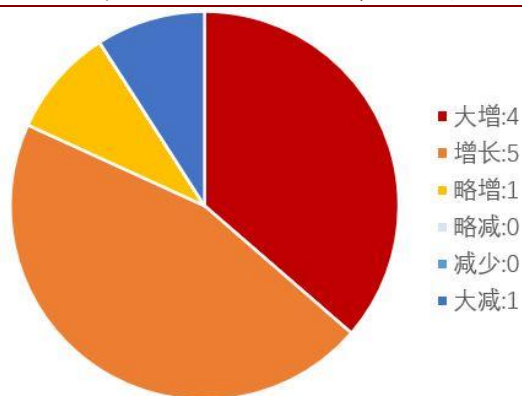
图 22: 2019 地面装备子行业归母净利润增速分布



资料来源: Wind、招商证券

注释: 大增:>30% 增长:10%-30% 略增:0-10% 略减:-10%-0 减少:-30%-10% 大减:<-30%

图 23: 2019 军工电子子行业归母净利润增速分布



资料来源: Wind、招商证券

注释: 大增:>30% 增长:10%-30% 略增:0-10% 略减:-10%-0 减少:-30%-10% 大减:<-30%

从代表性标的业绩情况来看,受益于下游航空产品生产交付增加、均衡生产持续推进等因素,航空产业链整体保持较好的增长趋势。其中如中航沈飞营业收入和净利润同比分别增长 17.9%和 18.1%;中直股份营业收入和净利润同比分别增长 20.9%和 15.3%。两大核心主机厂的收入增速均创下近年新高。航空产业链上主要上市公司 2019 实际业绩均实现正增长。

表 4: 行业重点标的 2019 年业绩情况一览 (亿元)

序号	简称	企业分类	收入	收入同比变动	归母净利润	归母净利润同比	扣非归母净利润同比	毛利率变动	净利率变动
1	中航沈飞	航空工业	237.6	17.9%	8.8	18.1%	18.9%	-0.19%	0.01%
2	中航飞机	航空工业	343.0	2.5%	5.7	1.9%	-16.6%	-0.26%	0.14%
3	中直股份	航空工业	158.0	20.9%	5.9	15.3%	20.5%	-0.01%	-0.18%
4	洪都航空	航空工业	44.2	46.3%	0.8	-42.1%	107.7%	0.92%	-4.28%
5	中航机电	航空工业	121.3	3.0%	9.6	12.4%	11.9%	0.71%	0.93%
6	中航电子	航空工业	83.5	9.3%	5.6	16.0%	31.9%	1.19%	0.61%
7	中航光电	航空工业	91.6	17.2%	10.7	12.6%	17.1%	0.12%	-0.22%
8	中航电测	航空工业	15.4	11.3%	2.1	36.0%	34.2%	-0.03%	1.44%

9	中航高科	航空工业	24.7	-6.8%	5.5	81.4%	-7.2%	-2.96%	9.21%
10	中航重机	航空工业	59.8	9.9%	2.8	-17.4%	1852.7%	0.17%	1.15%
11	航发动力	航发集团	252.1	9.1%	10.8	1.3%	8.7%	-0.94%	-0.29%
12	航发控制	航发集团	30.9	12.6%	2.8	8.5%	-7.4%	-1.48%	-0.88%
13	航发科技	航发集团	33.8	43.1%	0.2	107.5%	101.3%	0.12%	13.42%
14	航天发展	航天科工	40.4	14.9%	6.8	50.6%	47.5%	4.10%	3.45%
15	航天电器	航天科工	35.3	24.7%	4.0	12.1%	13.4%	-1.89%	-1.27%
16	中国卫星	航天科技	64.6	-14.8%	3.4	-19.6%	-14.4%	0.86%	-0.26%
17	航天电子	航天科技	137.1	1.3%	4.6	0.3%	3.8%	1.58%	-0.03%
18	中国船舶	南船	231.4	36.8%	4.0	-17.3%	87.7%	-2.75%	-1.36%
19	中国重工	北船	380.6	-15.0%	5.0	-23.9%	-444.6%	-0.28%	1.60%
20	中国海防	北船	40.7	15.2%	6.5	36.3%	417.2%	-13.40%	-2.75%
21	中国动力	北船	296.9	0.1%	9.9	-26.4%	-36.6%	-2.24%	-1.75%
22	内蒙一机	兵器工业	126.8	3.4%	5.7	7.2%	4.9%	-0.99%	0.17%
23	光电股份	兵器工业	23.3	-3.7%	0.6	6.9%	-6.5%	1.15%	0.27%
24	中光学	兵器装备	25.5	-1.2%	1.0	-39.5%	114.4%	-3.06%	-2.55%
25	国睿科技	中电科	11.6	11.2%	0.4	10.0%	6.3%	-0.52%	-0.04%
26	四创电子	中电科	36.7	-30.0%	1.1	-56.8%	-64.4%	3.43%	-1.84%
27	天奥电子	中电科	8.7	0.3%	1.1	14.8%	4.5%	0.12%	1.62%
28	光威复材	民参军	17.1	25.8%	5.2	38.6%	62.8%	1.30%	2.81%
29	中简科技	民参军	2.3	10.3%	1.4	13.4%	18.5%	2.75%	1.58%
30	景嘉微	民参军	5.3	33.6%	1.8	23.7%	19.3%	-8.75%	-2.67%
31	航新科技	民参军	14.9	98.1%	0.7	34.5%	45.7%	-8.33%	-2.14%
32	海兰信	民参军	8.1	5.5%	1.0	-2.4%	-11.8%	-3.54%	-5.41%

数据来源: Wind、招商证券

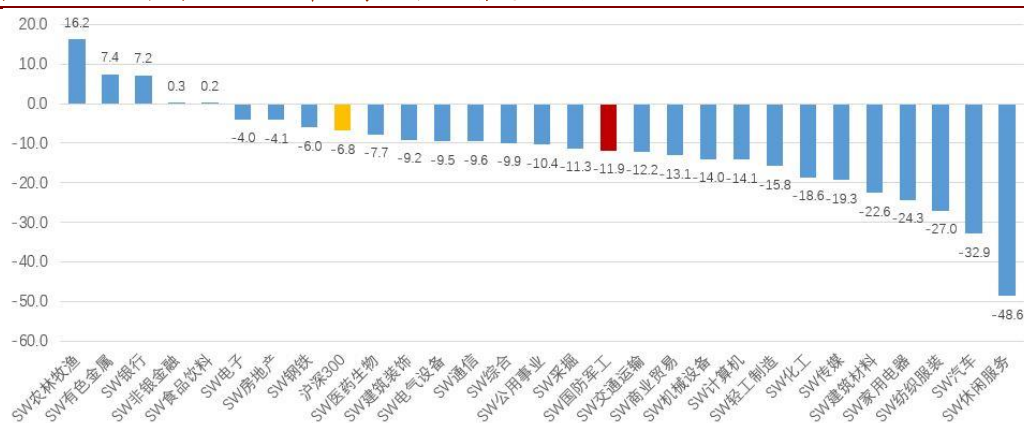
二、2020 年一季度军工行业业绩分析及展望

(一) 行业受疫情影响相对较小，逆周期特性凸显

由于新冠疫情防控需要，企业在 2020 年一季度的正常经营活动普遍受到影响。军工虽然难以完全不受冲击，但影响相对较小，以 SW 国防军工指数为例，行业一季度收入同比下滑 11.9%，但净利润同比逆势增长 39.5%。行业收入出现下滑主要是上市公司的民品业务受影响较大，同时部分军品业务受上下游复工情况及物流因素导致产品交付确认不便导致。但行业上市公司利润率较高的军品业务整体仍保持较好的增长，带动行业利润的逆势大涨。国防军工行业在国民经济受疫情冲击较大的背景下仍保持了较好的增长，逆周期特性凸显。

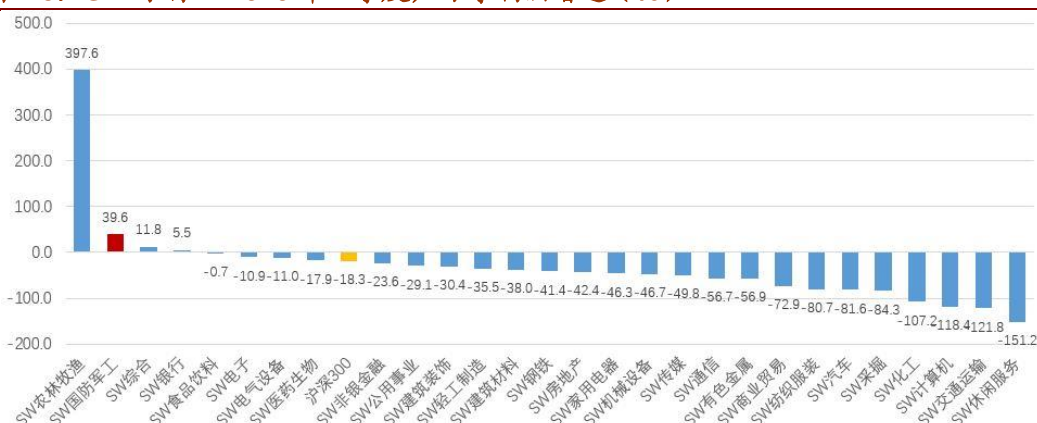
军工行业下游需求稳定，并不会因为疫情出现波动，导致行业业绩波动的主要因素集中在供给端。随着二季度全国陆续复工复产，供应链恢复正常经营，以航空工业集团为代表的多家上市公司在复工后加班加点追赶生产计划，预计行业二、三季度均将实现收入利润的双双高增长的局面。

图 24: SW 子行业 2020 年一季度收入增速 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 25: SW 子行业 2020 年一季度归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind、招商证券

(二) 景气度延续, 主机厂、分系统、新材料领域表现突出

观察 78 家上市公司的业绩情况, 我们发现行业 2019 年的发展趋势在 2020 年基本延续。而中船防务由于在一季度完成出售广船国际 27.4214% 股权, 根据相关会计处理要求确认投资收益 33.90 亿元对行业整体业绩影响较大。再剔除中船防务的影响后, 全行业在收入端均出现下滑, 但是仅航空及地面装备领域利润实现增长。地面装备领域的增长主要受益于高德红外、大立科技、睿创微纳三家红外企业受疫情防治需求而业绩大增。航空领域仍然是基本面最稳固的子行业。

表 5: 军工行业五大领域 20Q1 实际业绩变化情况 (单位: 亿)

	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
	20Q1	19Q1	Yoy	20Q1	19Q1	Yoy	20Q1	19Q1	Yoy
航天	46.6	54.0	-13.69%	0.9	2.4	-64.83%	0.7	2.3	-71.53%
航空	420.6	426.7	-1.42%	17.7	13.1	34.31%	12.8	9.5	34.44%
船舶	201.7	203.6	-0.92%	-0.2	7.2	-103.09%	-1.1	-5.8	-80.46%
地面装备	57.5	58.9	-2.47%	4.5	3.2	37.56%	3.9	3.0	28.29%
电子	35.2	37.7	-6.52%	3.8	4.4	-14.27%	3.5	3.9	-10.95%
行业整体	761.6	780.8	-2.47%	26.5	30.5	-12.95%	19.7	12.9	52.39%

资料来源: Wind、招商证券

就航空产业链进一步细分来看，总装企业由于业务几乎完全由军品构成，受疫情影响最小，收入利润均实现逆势增长。分系统领域相关上市公司利润均实现正增长，其中中航电子同期扭亏对数据的影响较大。而新材料领域仍然延续了 19 年良好的增长态势，代表性企业如中航高科营业收入和净利润同比分别增长 12.78% 和 62.68%。体现了领域的高景气度。

表 6: 航空产业链 20Q1 实际业绩变化情况 (单位: 亿)

	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
	20Q1	19Q1	Yoy	20Q1	19Q1	Yoy	20Q1	19Q1	Yoy
总装	182.3	179.5	1.56%	7.4	2.5	191.92%	3.7	1.2	197.23%
分系统	43.4	46.6	-6.92%	2.6	1.2	122.89%	2.2	0.8	165.08%
元器件&配套	23.7	26.3	-9.62%	1.4	2.9	-51.75%	1.7	2.3	-27.05%
零部件&加工	83.5	92.0	-9.17%	1.2	1.0	28.97%	1.1	0.7	48.47%
材料	33.3	34.7	-3.89%	5.3	4.3	21.90%	4.8	3.9	21.44%

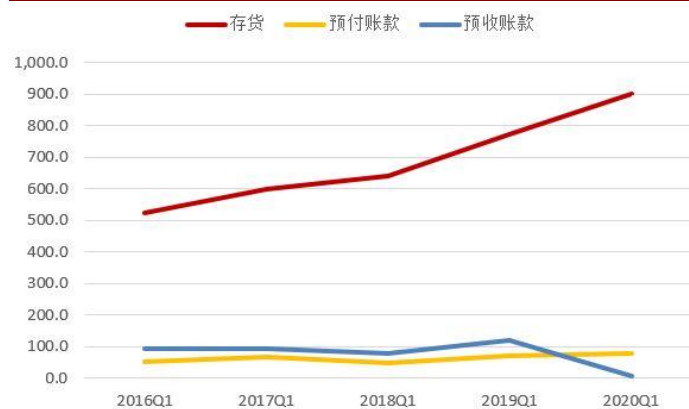
资料来源: Wind、招商证券

(三) 资产负债表显示订单饱满，业绩有望持续释放

在资产负债表方面，由于军工企业一般都是以销定产，产品滞销的情况在行业内较少发生，因此存货及预收账款、预付账款的变化情况一定程度上可以作为行业业绩的先导指标。

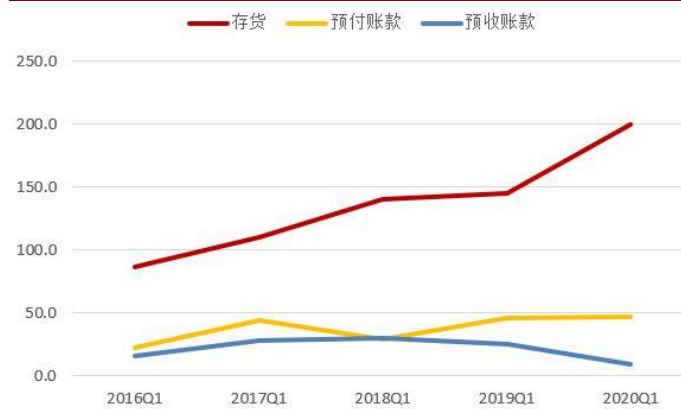
受疫情影响，四大子行业的预收账款均出现下滑。但在子行业中，除民船行业在去产能去库存的背景下，存货大幅减少，其余子行业的存货和预付账款均出现明显的上涨，其中航空子行业存货增长的趋势贯穿整个“十三五”期间，且增速不断提升。截止到 2020 年一季度末，如中航沈飞、中航飞机、航发动力、中航机电等多家上市公司存货创历史同期新高。我们认为，几项指标的增长显示出行业下游订单旺盛，生产任务饱满，预计随着复工复产的推进，供应链恢复正常运转，行业存货转换为收入，业绩将进一步释放。

图 26: SW 航空装备资产负债表科目变化(单位: 亿)



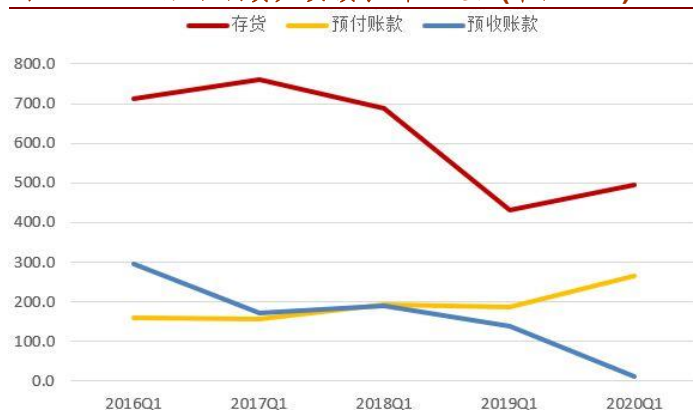
资料来源: Wind、招商证券

图 27: SW 航天装备资产负债表科目变化(单位: 亿)



资料来源: Wind、招商证券

图 28: SW 船舶制资产负债表科目变化(单位: 亿)



资料来源: Wind、招商证券

图 29: SW 地面兵装资产负债表科目变化(单位: 亿)

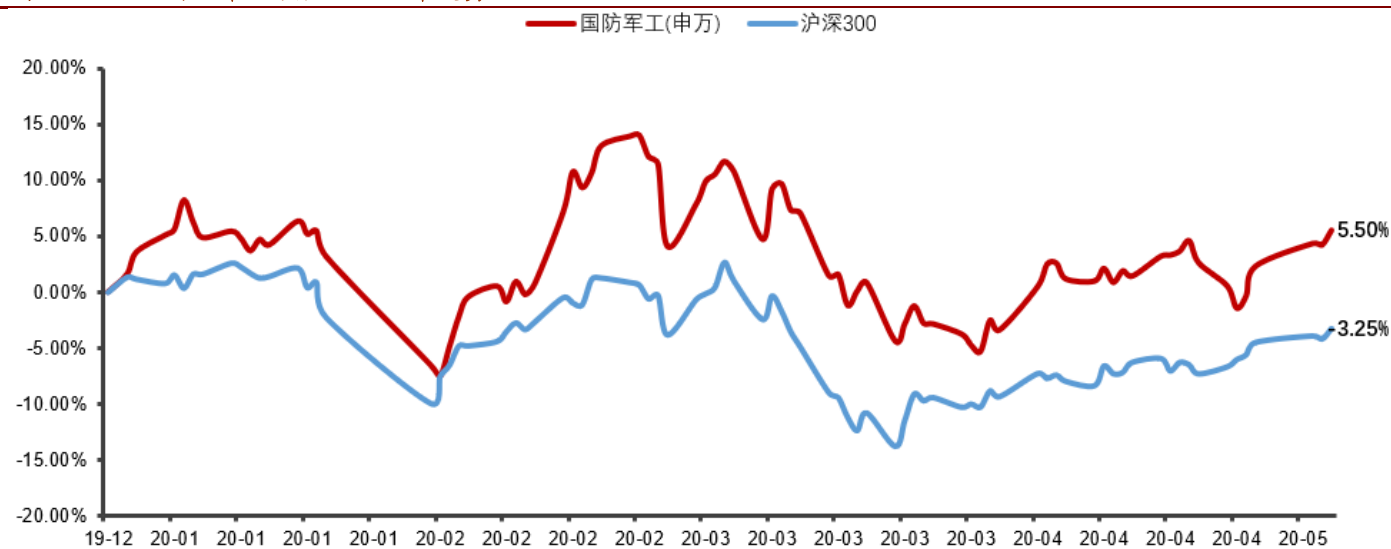


资料来源: Wind、招商证券

三、国防军工行业行情回顾

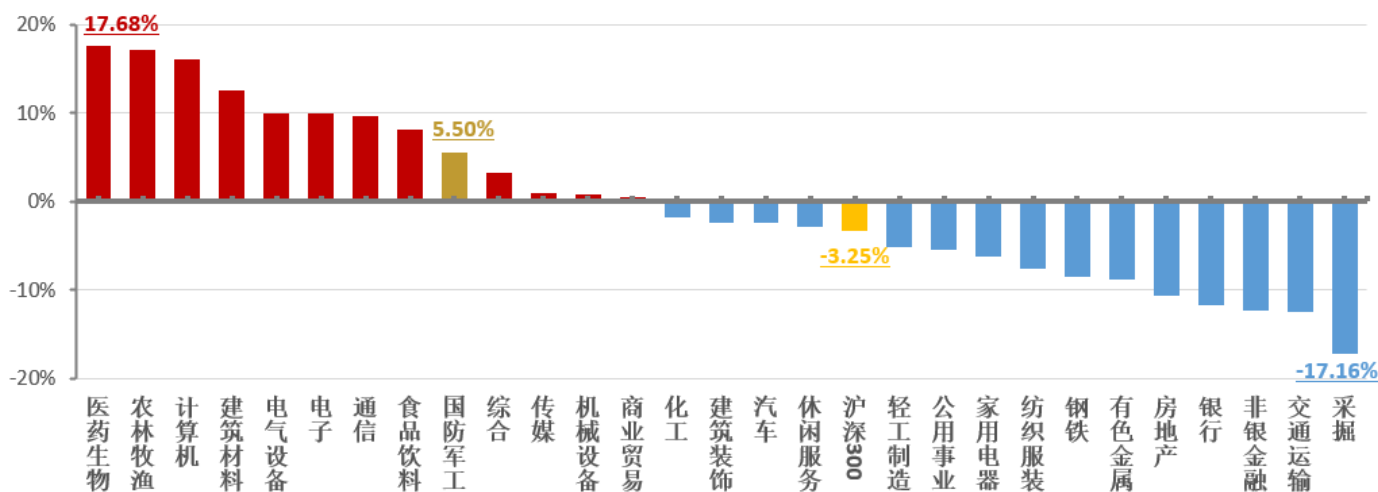
2020 年, 市场受国内外疫情影响大幅波动, 但是在“发动机禁运”事件、卫星互联网纳入新基建等行业催化下, 军工行业关注度有一定程度的提升。同时随着年报一季报持续披露, 军工行业基本面向上的趋势进一步被确认, 行业基本面与情绪面共振, 军工行业表现相对较好。截止目前, 年内 SW 国防军工指数上涨 5.5%, 跑赢沪深 300 指数 8.75 个百分点。在 28 个一级子行业, 国防军工板块 2020 年初至今的涨幅排名第 9。

图 30: SW 国防军工指数 2020 年走势



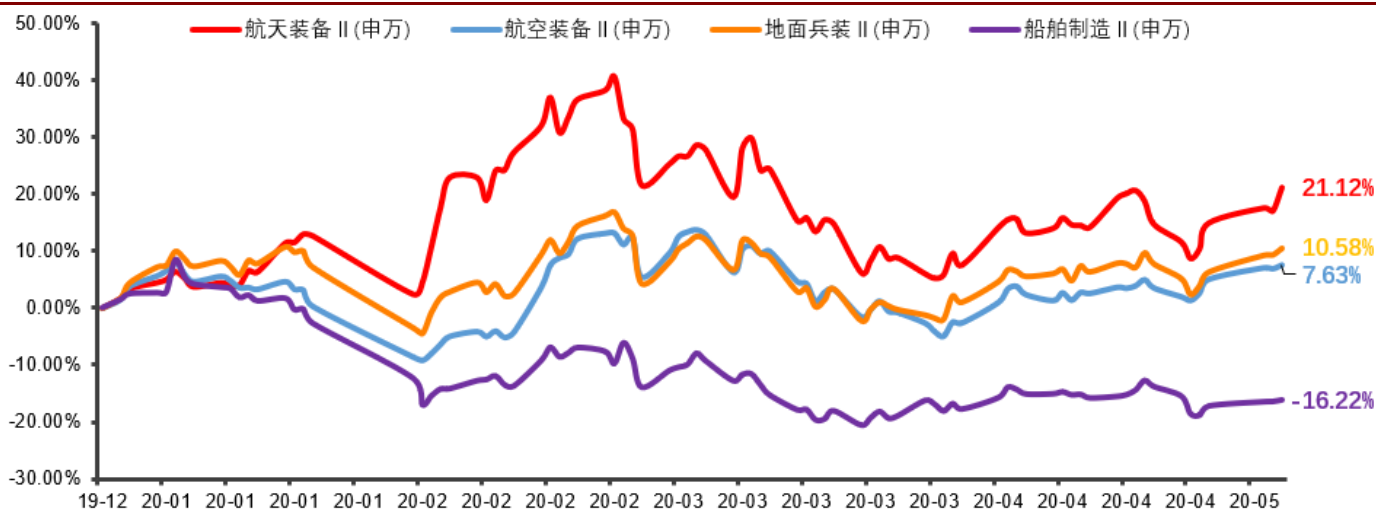
资料来源: Wind、招商证券 (截至 5 月 8 日)

图 31: SW 一级子行业 2020 年走势



资料来源: Wind、招商证券 (截至 5 月 8 日)

图 32: SW 国防军工二级子行业 2020 年走势



资料来源: Wind、招商证券 (截至 5 月 8 日)

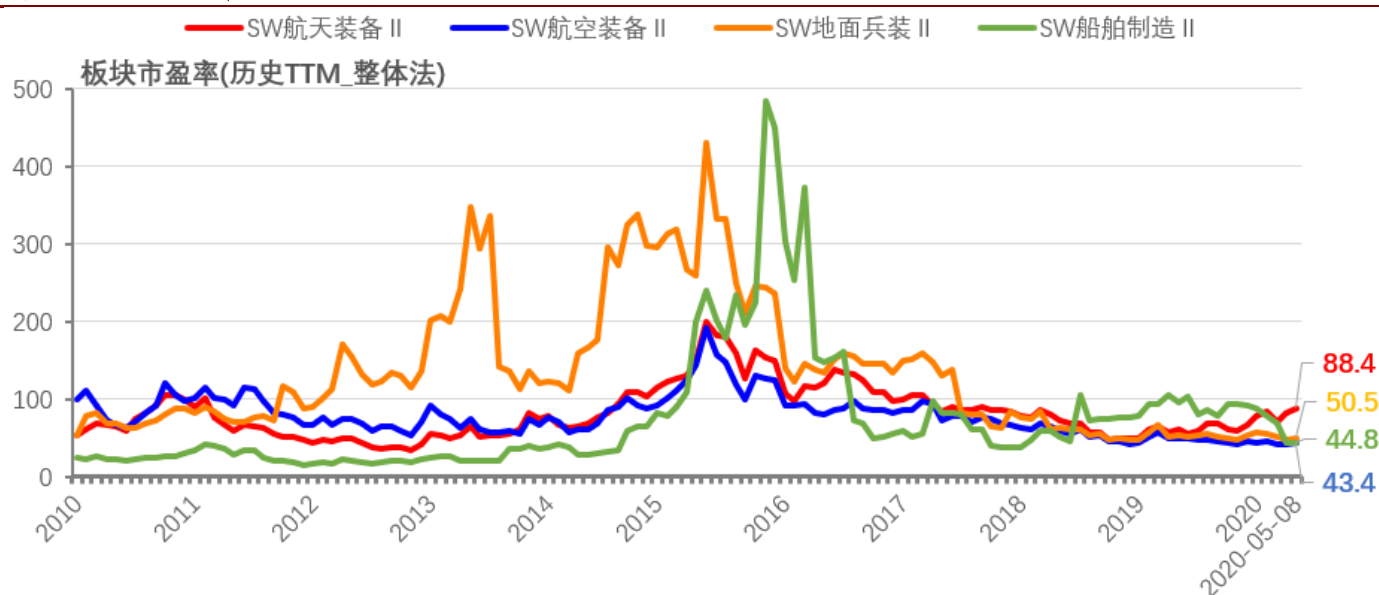
截至 5 月 8 日, 行业 PE 为 53 倍, 已回落至接近 2013 年中行业水平。虽然行业的绝对估值和相对估值仍然远高于沪深 300 平均水平, 但从行业历史数据纵向来看, 军工行业整体估值在 15 年达到历史顶部后, 经过 16-18 三年的调整, 在 18 年 12 月达到近 5 年最低的 48 倍, 目前行业整体估值 50 倍, 仍处于近 5 年底部。而在四大子行业中, 航空装备子行业目前整体估值 43 倍, 历史最低点 42 倍, 目前估值处在历史最底部。我们认为随着资本运作持续加速带来未来资产证券化预期兑现、军品定价机制改革进入落地实施阶段、军队装备升级换代和新型号进入批产等带来的盈利能力提升等, 行业估值将趋于合理。

图 33: SW 国防军工行业历史估值



资料来源: Wind、招商证券 (截至 5 月 8 日)

图 34: SW 国防军工二级子行业历史估值



资料来源: Wind、招商证券 (截至 5 月 8 日)

以航空产业链标的为例，相关个股的市盈率近年来均有较大幅度回落。以历年 PE 和 2020PE 预测值对比来看，如主机厂估值已由 2016 年的 70-200 倍回落至 40-60 倍水平，系统级配套商如中航机电和中航电子分别回落至约 23 倍和 42 倍，零部件类企业如中航光电和航天电器估值约在 30 倍左右。

表 7: 航空产业链重点标的动态估值

企业类型	名称	2016/5/8	2017/5/8	2018/5/8	2019/5/8	2020/5/8	2020E
主机厂	中航沈飞	--	213.0	76.4	41.6	37.7	36.6
	中航飞机	91.6	138.8	87.9	72.8	86.5	66.6
	中直股份	52.8	54.7	59.5	45.9	46.1	35.3
	航发动力	72.0	67.1	59.5	46.6	48.2	43.5
	中航科工	28.0	24.6	20.2	18.7	12.4	10.5
系统级配套商	中航机电	36.1	39.3	50.6	29.0	31.0	27.1
	中航电子	72.2	76.6	53.4	51.4	36.9	38.7

敬请阅读末页的重要说明

零部件及配套企业	中航光电	33.5	29.0	38.9	32.8	40.3	31.6
	中航电测	82.5	75.8	49.7	31.8	29.8	25.0
	航天电器	38.6	39.7	36.1	29.4	29.9	24.9
材料商	中航高科	104.2	96.6	178.5	32.3	34.6	51.7
	光威复材	--	--	79.1	44.6	54.0	45.1
	中简科技	--	--	--	--	90.6	60.0
	西部超导	--	--	--	--	95.9	77.1
	钢研高纳	55.6	74.6	84.5	46.1	52.9	43.1

资料来源：Wind、招商证券

四、投资逻辑及重点推荐标的

军工行业经过近 4 年的调整，行业估值回落至历史底部。而行业自 2019 年期已经表现出较为明显的增长态势，细分领域高景气度持续的确定性强，业绩持续改善的趋势明确。2020 年，我国国民经济受疫情影响明显，市场不确定性加剧。而军工行业下游需求较为稳定，同时国内产业链完整，对海外依赖度低，产业链供需情况受疫情及经济波动影响较低。而 2020 年同时作为“十三五”最后一年，军品订单释放的确定性强，行业基本面良好，在疫情对我国经济造成的负面影响难以避免的背景下，行业的高景气度将进一步凸显。目前行业整体估值在 50x 倍，代表性标的如中航沈飞、中直股份、中航机电等的估值都接近历史底部。另外院所改制持续推进，有望在年内实现突破，行业改革有望加速。同时随着卫星互联网被纳入新基建范畴，将开启全新的广阔市场。基本面+改革催化共振，明确看好行业的投资机会。

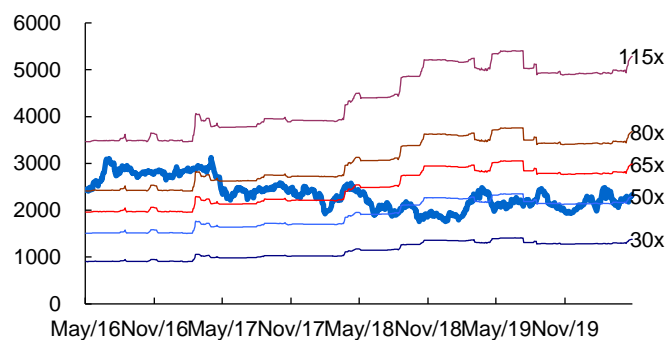
建议关注：

- 1、业绩增长确定性强，估值具备优势的行业白马：中航机电、中航沈飞、中直股份、中航飞机、中航科工、航发动力、中航高科、中航光电、中航电测、航天电器等；
- 2、卫星互联网纳入新基建范畴，关注商业航天产业链中具有较强壁垒的个股：中国卫星、航天电子、航天电器、康拓红外、天奥电子、天银机电、华力创通等。

五、风险提示

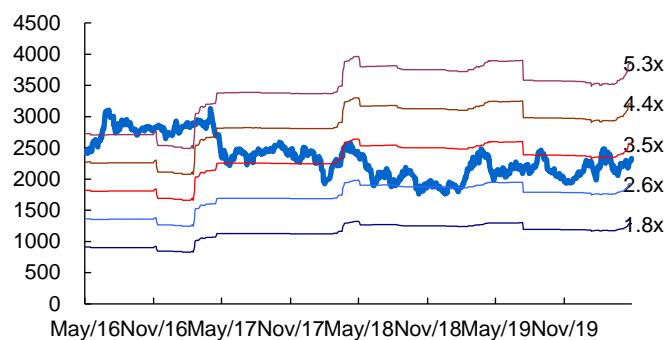
- 1、由于行业下游客户集中度较高，受军方采购安排的影响较大，在订单、收入确认上有一定不确定性；
- 2、新型装备的研发及批产进程不达预期；
- 3、改革不及预期的风险。

图 35: 军工行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 36: 军工行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。