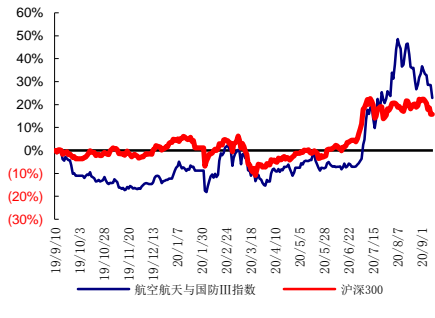


国防军工

军工半年报业绩综述：上半年净利润增速回正，材料板块、电子信息化龙头表现优异

■ 走势对比



报告摘要

我们统计了太平洋军工144个军工标的中报业绩情况，军工板块整体在疫情下体现出了远超过A股整体的抗风险性，上半年实现了收入和利润的较大幅度增长，Q2较Q1盈利情况有所恢复。其中：军工材料板块继续体现出业绩的高速增长，电子信息化板块业绩情况出现分化，航空板块继续体现出增长的态势；国企业绩增速超过民参军，航空主机厂利润显著提升。

● 二季度军工板块整体盈利能力回升，抗风险能力远超全A

军工板块营业收入同比降幅明显收窄，净利润恢复正增长。上半年，军工板块营业收入3285亿元，同比下降1.22%，下降幅度较Q1明显收窄11.12个百分点；归母净利润200亿元，同比增长6.35%。上半年，军工板块毛利率维持较高位置19.17%，净利率再创新高6.84%，期间费用稳中有降，ROE继续回升至4.18%。

与A股整体水平相比，军工板块业绩抗风险性明显占优。Q1军工板块归母净利润同比下降2.84%，远好于A股整体的-24.05%的水平；上半年军工板块归母净利润同比增速回正达到6.35%，增速高于全A24.27个百分点。

存货同比下降、应收款快速增长，二季度交付明显加快。上半年，军工板块存货同比下降6.32%，环比下降0.06%；应收账款同比增长2.78%，环比增长14.24%。今年Q1军工产品生产交付受疫情一定程度影响，Q2交付明显加速。

经营性现金流环比变差，预计下半年将有所恢复。上半年军工板块经营性现金流为-290.87亿元，较一季度的-182.15亿元仍有较大幅度下降。军工行业具备下半年集中交付、回款的特点，估计下半年现金流将改善。

● 细分子行业：材料板块延续高景气，信息化龙头表现突出

营业收入—军用材料、航空板块增长较为突出。2020年上半年，除航天和电子信息化子板块的营业收入下滑之外，其他细分领域营业收入均有所增长。军用材料、航空板块上半年收入增幅较大，同比增长分别为9.82%和8.88%。

证券分析师：马捷

电话：010-88695137

执业资格证书编码：S1190519070002

证券分析师：刘倩倩

电话：010-88321947

执业资格证书编码：S1190514090001

证券分析师：马浩然

电话：010-88321893

执业资格证书编码：S1190517120003

证券分析师：王睿

电话：010-88695272

执业资格证书编码：S1190118100007

归母净利润—军用材料、电子信息化等板块增速10%以上。上半年，军工板块各主要细分领域均净利润实现不同程度的同比增长。军工材料、航天、地面兵装、电子信息化板块归母净利润同比增幅均在10%以上。航空板块净利润增长13.25%，扣除中航沈飞大额政府补助影响，净利润同比增长3.29%。船舶板块同比增长70.66%，扣除当期非经常性损益影响，净利润亏损。通航无人机板块净利润下滑。

其他方面—利润率：国防电子信息化板块毛利率32.05%和净利润率8.36%均为各细分板块中最高。**存货：**航天、航空、国防电子信息化板块均有不同程度增长，反映了订单的饱满情况，预计将转化为业绩的增长。**经营性现金流量：**除通航无人机板块经营性现金流为正，其他板块均为负。

● **国企业绩同比增幅高于民参军，国企利润率仍低于民参军**

国企业绩同比增幅高于民参军。上半年，军工板块国有企业营业收入合计2567亿元，同比增长6.10%；归母净利润合计139.70亿元，同比增长27.73%。民参军企业营业收入合计719.12亿元，同比下降2.57%；归母净利润合计59.86亿元，同比降低0.97%。

国企毛利率、净利率仍远低于民企。上半年民参军企业毛利率同比提升2.02个百分点到27.00%，较国企毛利率高出10个百分点。国企净利率提升0.92个百分点到5.44%，民参军企业净利率下降0.15个百分点到8.09%，但民参军企业净利率仍高出军工国企2.5个百分点。

● **主机厂业绩有所提升，航空表现突出**

我们统计的6家主机厂上半年归母净利润21.76亿元，同比大幅增长44.31%；净利率为4.41%（+1.24个百分点）。扣除中航沈飞大额政府补助影响，主机厂整体利润同比增长约19%；净利率与去年基本平齐。其中航空主机厂洪都航空、中直股份等业绩增速较为突出。

● **太平洋重点覆盖标的业绩远超行业平均**

从我们重点覆盖的32家军工上市公司的业绩情况来看，2020年上半年，营业收入增速和归母净利润增速分别为6.02%和32.27%，归母净利润增速远高于行业平均水平。

整体上看，我们前期看好和推荐的军用材料板块、军用电子信息化板块以及航空板块业绩仍表现突出，我们继续看好三板块长期投资机会，建议关注具备技术领先性和垄断性的龙头企业。

● **风险提示：**

国防军费预算增速不及预期；军品采购订单增长不及预期。

目录

一、 军工板块利润增速回正，二季度产品交付加快	5
二、 军用材料板块维持高景气，国企增长强于民参军	8
(一) 细分子行业：材料板块维持高景气，国防信息化龙头表现突出	8
(二) 国企业绩增速高于民参军，利润率仍低于民参军	15
(三) 主机厂业绩有所提升，航空表现突出	17
(四) 太平洋军工重点覆盖标的业绩远超行业平均	17

图表目录

图表 1：军工板块/全 A 股营业收入同比增速情况	5
图表 2：军工板块/全 A 股归母净利润同比增速情况	5
图表 3：上半年军工板块毛利率维持一季度高位	6
图表 4：上半年军工板块净利率略有提升	6
图表 5：研发投入占比远超 A 股，整体上行趋势	6
图表 6：期间费用率稳中有降	6
图表 7：军工板块 ROE 继续回升	7
图表 8：2020 年上半年军工板块整体业绩一览	8
图表 9：2020 年上半年军工行业各细分板块收入、归母净利润情况（亿元）	8
图表 10：航空板块上市公司上半年收入、净利润情况（亿元）	9
图表 11：国防电子信息化板块上市公司上半年收入、净利润情况（亿元）	11
图表 12：航天板块上市公司上半年收入、净利润情况（亿元）	12
图表 13：船舶板块上市公司上半年收入、净利润情况（亿元）	13
图表 14：地面兵装板块上市公司上半年收入、净利润情况（亿元）	13
图表 14：通航无人机板块上市公司上半年收入、净利润情况（亿元）	14
图表 16：电子信息化、航天板块净利率改善明显	14
图表 17：费用率变动情况	14
图表 18：重点推荐标的业绩情况	17

一、 军工板块利润增速回正，二季度产品交付加快

注：如无特别说明，文中“军工板块”指太平洋证券军工团队甄选的144个军工板块上市公司。

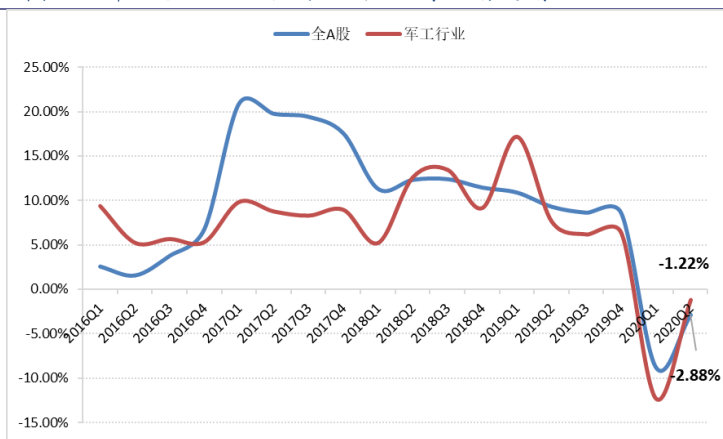
利润表端——上半年收入同比降幅明显收窄，净利润增速回正

收入同比降幅明显收窄，显著优于A股整体水平。上半年，军工板块营业收入总计3284.95亿元，同比下滑1.22%，增速比Q1明显上升11.12个百分点；主要系Q1军工板块公司的产品交付受到疫情一定程度的影响，随着复工复产的推进Q2营业收入同比增速明显提升。近年来军工板块收入增速总体趋势与全A基本相同，截至2020Q2，军工板块营业收入同比增速仍未恢复至疫情前水平，但提振程度较全部A股强。

归母净利润增速回正，抗风险能力突出。上半年，军工板块实现归母净利润199.56亿元，同比增长6.35%。自2017Q1以来，全A归母净利润增速波动下行，于2018Q4触底。军工板块收入利润总体趋势与全A基本相同，但具有明显放大效应。受2020年新冠疫情影响，2020Q1全A归母净利润增速再次触底（-24.05%），军工板块Q1仅小幅下降。Q2军工归母净利润增速迅速回正，军工板块增速领先全A股24.27个百分点。

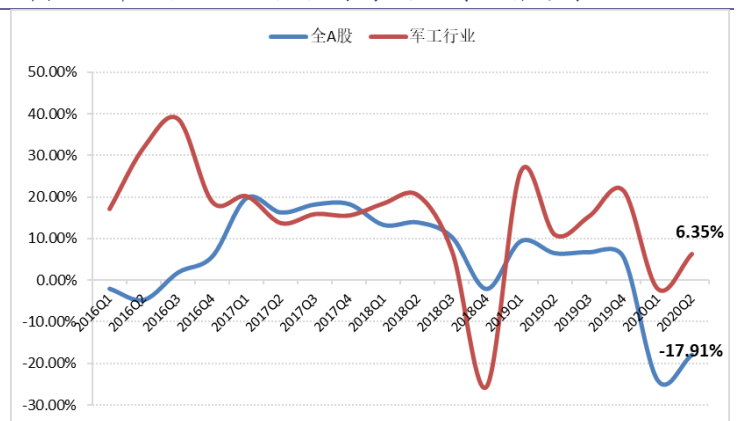
从此次疫情期间收入利润表现来看，军工板块抗风险能力明显优于全A。

图表1：军工板块/全A股营业收入同比增速情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：军工板块/全A股归母净利润同比增速情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

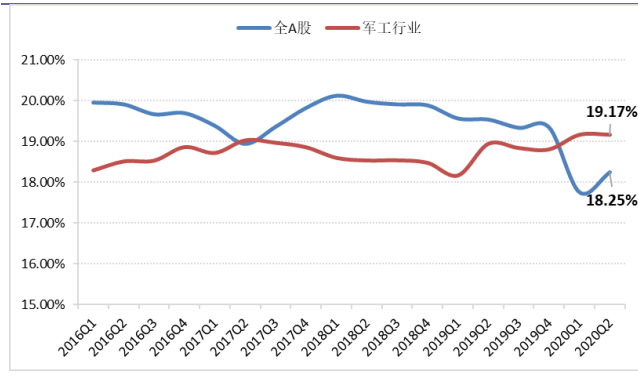
军工板块毛利率基本持平，净利率再创新高

上半年，军工板块毛利率为19.17%，维持了一季度的高位水平，今年军工板块毛利率实现近年来首次超越全A。

上半年，军工板块净利率6.84%，创近年新高，较一季度增长0.19个百分点。上半年

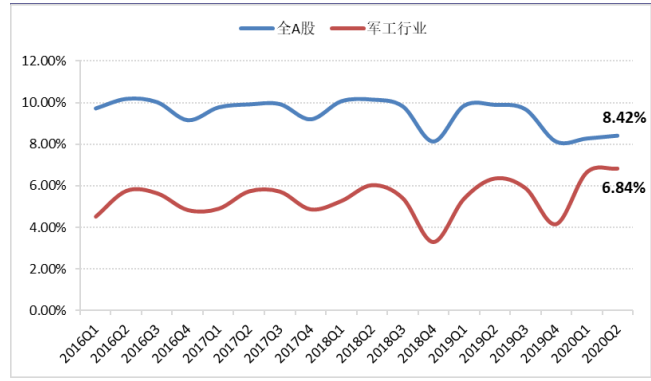
全部A股综合净利率为8.42%，军工板块净利率与全A净利率差距在2020年上半年明显缩小。

图表3：上半年军工板块毛利率维持一季度高位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表4：上半年军工板块净利率略有提升



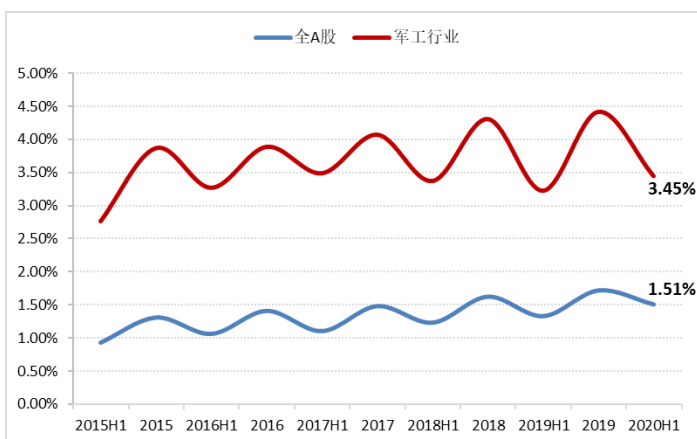
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

研发投入占比呈现长期提升态势，期间费用率同比降0.54个百分点

军工板块的研发投入占收入比重总体呈现逐年提升态势，且具有前半年低、后半年高的特点。2020年上半年，军工板块研发投入占比为3.45%，同比上升0.22个百分点。军工板块研发投入占比远超A股整体水平，体现了军工行业高科技的属性。

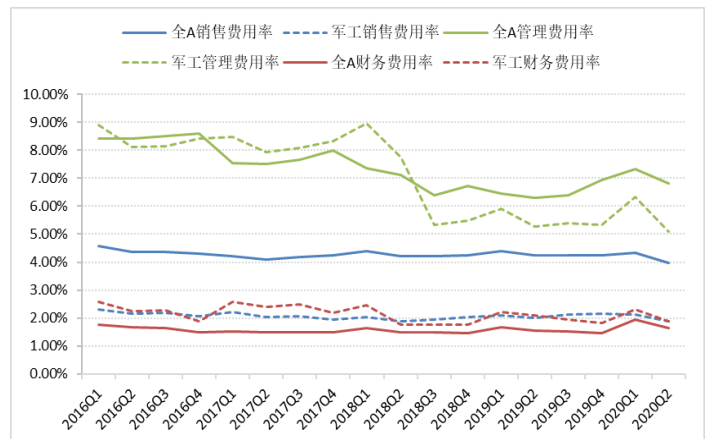
期间费用方面，上半年军工板块整体期间费用率为8.85%，同比下降0.55个百分点，管理费用率、销售费用率、财务费用率均同比下降，其中管理费用率同比降低0.17个百分点，财务费用率同比下降0.23个百分点。

图表5：研发投入占比远超A股，整体上行趋势



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表6：期间费用率稳中有降



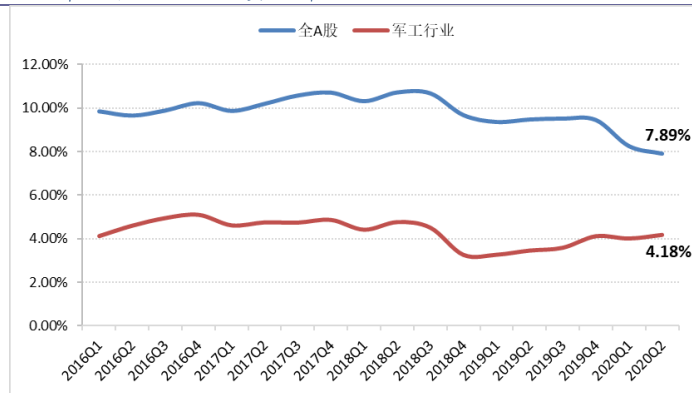
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

军工板块ROE继续回升

2016年Q2之后，A股ROE持续改善，但2018年Q3 A股整体ROE出现下滑，下滑趋势持续至今，特别受疫情影响，今年下滑态势更为明显。2020年上半年，A股ROE环比下降0.35个百分点，同比下降1.58个百分点。

军工板块ROE自2019年Q1以来企稳回升，持续提升。2020年上半年军工板块ROE为4.18%，同比增长0.72个百分点，环比增长0.16个百分点，呈现出持续提升的态势。

图表7：军工板块ROE继续回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

存货下降、应收款快速增长，二季度交付明显加快

从资产负债表端来看，2020年上半年，军工板块存货同比下降6.32%，环比下降0.06%；应收账款同比增长2.78%，环比增长14.24%。今年一季度军工产品生产交付受疫情一定程度影响，二季度交付情况明显加速，目前已基本恢复往年水平。今年为“十三五”最后一年，军工企业任务艰巨订单饱满，下半年交付速度有望继续提升。上半年经营性现金流为-290.87亿元，较一季度的-182.15亿元仍有较大幅度下降。军工行业具备下半年交付占比高，贷款回款集中的特点，估计下半年现金流将继续改善。

图表8：2020年上半年军工板块整体业绩一览

指标	2020年上半年	同比	环比
营业收入（亿元）	3284.95	-1.22%	-
归母净利润（亿元）	199.56	6.35%	-
净利润（亿元）	224.75	11.92%	-
毛利率	19.17%	0.23个百分点	0.0014个百分点
净利率	6.84%	0.48个百分点	0.19个百分点
存货（亿元）	2557.95	-6.32%	-0.06%
预收账款（亿元）	50.56	-91.07%	-47.60%
应收账款（亿元）	2618.66	2.77%	14.24%
经营性现金流量（亿元）	(290.87)	(143.31)	(108.72)

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、 军用材料板块维持高景气，国企增长强于民参军

（一）细分子行业：材料板块维持高景气，国防信息化龙头表现突出

➤ 营业收入利润分析——军用材料板块持续增长，信息化龙头增长突出

营业收入：2020年上半年，除航天和电子信息化子行业的营业收入下滑之外，其他细分领域营业收入均有所增长。军工材料、航空板块上半年业绩增幅较大，同比增长分别为9.82%和8.88%。

归母净利润：2020年上半年，军工板块各细分领域均实现不同程度的同比增长。其中船舶板块扣除当期非经常性损益影响，净利润亏损；航空板块扣除中航沈飞大额政府补助影响，净利润同比仅增长3.29%。其他板块情况：军工材料、航天、地面兵装、电子信息化板块归母净利润同比增幅均在10%以上，通航无人机净利润下滑。

图表9：2020年上半年军工行业各细分板块收入、归母净利润情况（亿元）

	营业收入			归母净利润		
	2020H1	2019H1	同比	2020H1	2019H1	同比
材料	272.56	248.19	9.82%	18.48	15.89	16.31%
通航无人机	85.13	78.19	8.88%	6.68	7.03	-4.88%
船舶	637.63	606.82	5.08%	32.04	18.77	70.66%
地面兵装	116.27	111.57	4.22%	7.27	6.51	11.59%
航空	865.89	848.51	2.05%	43.06	38.02	13.25%
电子信息化	462.86	472.19	-1.97%	44.46	40.14	10.76%
航天	177.57	193.24	-8.11%	6.88	6.01	14.44%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

航空板块——上半年收入实现小幅增长，受主机厂大额政府补助影响板块净利润增长显著。2020年上半年，航空子行业实现营业收入865.89亿元，同比增长2.05%；归母净利润43.06亿元，同比增长13.25%。其中，主机厂中航沈飞归母净利润同比大增97%到8.49亿，主要原因为获得政府补助4.09亿，相比上年同期增加3.79亿元。若扣除此3.79亿元新增政府补助，上半年航空板块归母净利润仅同比增长3.29%。中直股份归母净利润同比增长23.82%到2.99亿元；关键配套厂商中航电子、北摩高科归母净利润同比增幅达到56%和80%。

图表10：航空板块上市公司上半年收入、净利润情况(亿元)

公司	20H1 营业收入	19H1 营业收入	增幅 (%)	20H1 归母净利润	19H1 归母净利润	增幅 (%)
安达维尔	2.12	1.71	24.49%	0.31	0.02	1721.80%
中国海防	17.4746	1.15	1424.02%	2.2238	0.1453	1430.34%
华伍股份	5.70	4.50	26.63%	0.85	0.33	159.57%
博云新材	1.67	1.63	2.86%	0.02	-0.07	-
洪都航空	22.1768	9.06	144.85%	0.70	-0.45	-
中航沈飞	115.87	112.85	2.68%	8.49	4.31	97.07%
北摩高科	2.29	1.52	50.45%	1.08	0.60	80.40%
中航电子	35.77	34.31	4.26%	2.64	1.70	55.58%
爱乐达	1.13	0.77	47.26%	0.57	0.43	31.56%
航发控制	16.19	13.69	18.33%	2.34	1.79	30.55%
航发动力	91.93	88.24	4.19%	4.08	3.23	26.52%
中直股份	76.77	69.00	11.26%	2.99	2.41	23.82%
宝胜股份	157.45	147.06	7.06%	1.28	1.04	22.96%
中航重机	32.63	28.95	12.71%	1.20	1.03	15.87%
中航光电	48.10	45.97	4.64%	6.63	5.73	15.71%
中航电测	8.22	7.81	5.26%	1.43	1.24	15.08%
三角防务	3.21	3.19	0.87%	1.01	0.94	7.62%
中航机电	52.08	53.39	-2.46%	3.45	3.25	6.14%
中航飞机	134.77	146.88	-8.25%	2.33	2.24	3.72%
钢研高纳	6.68	6.76	-1.06%	0.89	0.86	3.00%
新兴装备	1.39	1.96	-28.89%	0.51	0.59	-13.72%
利君股份	2.76	2.76	0.01%	0.69	0.82	-15.23%
航新科技	5.33	5.68	-6.06%	0.07	0.33	-77.21%
成飞集成	3.29	11.69	-71.89%	-0.07	5.57	-
新研股份	4.61	5.21	-11.58%	-0.12	0.51	-
晨曦航空	0.36	0.82	-55.62%	-0.04	0.16	-
航发科技	9.57	11.34	-15.56%	-0.67	-0.27	-
炼石航空	6.32	10.28	-38.56%	-1.22	-0.47	-
合计	865.89	848.51	2.05%	43.06	38.02	13.25%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

军工材料——需求旺盛，上半年业绩增长较快。2020年上半年材料板块实现营业收入272.56亿元，同比增幅接近10%，归母净利润18.48亿元，同比增幅达16.31%。其中，中简科技营业收入和净利润分别增长46.51%、77.53%；中航高科营业收入和净利润分别增长22.26%和28.93%；光威复材营业收入和净利润分别增长20.17%和13.42%。

新型航空航天装备更多的采用国防新材料，随着新型号陆续定型列装放量，碳纤维、石英纤维、钛合金、高温合金等高端航空航天新材料需求继续快速增长。军用材料作为军工产业链的上游，上半年发货确认收入占比相对较高，今年受疫情一定程度影响，估计存在部分收入将在下半年确认的情况，在需求引导下板块全年业绩有望高速增长。

图表11：军工材料板块上市公司上半年收入、净利润情况(亿元)

公司	20H1 营业收入	19H1 营业收入	增幅 (%)	20H1 归母净利润	19H1 归母净利润	增幅 (%)
新劲刚	1.48	0.82	79.40%	0.34	-0.06	-
乐凯胶片	8.69	8.85	-1.80%	0.28	0.10	172.12%
中简科技	1.69	1.15	46.51%	0.93	0.53	77.53%
通达股份	10.32	9.36	10.18%	0.94	0.56	69.01%
银邦股份	10.80	9.00	19.99%	-0.12	-0.36	-
ST 抚钢	31.07	30.82	0.81%	1.83	1.26	46.07%
万泽股份	2.31	2.56	-9.64%	0.49	0.35	40.53%
光启技术	2.26	1.98	13.72%	0.71	0.50	40.10%
中航高科	17.69	14.47	22.26%	3.22	2.50	28.93%
宝钛股份	20.38	19.65	3.67%	1.42	1.11	28.64%
久立特材	21.67	20.99	3.22%	2.54	2.11	20.20%
三力士	3.80	4.80	-20.81%	0.83	0.71	16.06%
光威复材	10.05	8.36	20.17%	3.52	3.10	13.42%
*ST 鹏起	0.31	8.14	-96.22%	-0.57	-0.65	-
菲利华	3.48	3.75	-7.13%	0.86	0.95	-8.79%
安泰科技	23.56	24.83	-5.14%	0.50	0.73	-31.42%
西部材料	9.09	8.91	1.98%	0.15	0.26	-42.51%
楚江新材	93.94	69.72	34.73%	0.61	2.21	-72.32%
合计	272.56	248.19	9.82%	18.48	15.89	16.31%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

国防电子信息化板块——红外公司业绩暴增，通信、雷达等行业龙头业绩突出。2020年上半年，国防电子信息化板块实现营业收入462.86亿元，同比下降1.97%；实现归母净利润44.46亿元，同比增长10.76%。

上半年疫情背景下，红外测温产业链需求暴增，红外板块公司业绩增长显著，其中高德红外实现归母净利润5.18亿元(+247%)、大立科技归母净利润2.92亿元(400%)、睿

创微纳归母净利润3.08亿元 (+377%)。

多个细分板块龙头公司实现利润高增长，雷达龙头国睿科技实现归母净利润1.73亿元 (+771%)，通信龙头七一二实现归母净利润1.03亿元 (+53%)，电子蓝军龙头航天发展实现归母净利润3.12亿 (40%)，被动元器件龙头火炬电子实现归母净利润2.75亿 (29%)，北斗龙头北斗星通归母净利润0.64亿元 (+250%)。

图表11：国防电子信息化板块上市公司上半年收入、净利润情况(亿元)

公司	20H1 营业收入	19H1 营业收入	增幅 (%)	20H1 归母净利润	19H1 归母净利润	增幅 (%)
金盾股份	2.85	1.79	58.64%	0.49	0.01	4422.96%
星网宇达	2.08	1.31	58.18%	0.31	0.02	1689.80%
国睿科技	17.08	4.62	269.51%	1.73	0.20	771.49%
大立科技	6.66	2.47	169.63%	2.92	0.59	399.55%
睿创微纳	6.93	2.54	172.86%	3.08	0.65	376.70%
北斗星通	16.03	13.28	20.69%	0.64	-0.43	-
高德红外	11.76	6.66	76.50%	5.18	1.49	246.70%
烽火电子	4.86	4.67	4.09%	0.09	0.03	236.21%
四川九洲	16.34	13.08	24.93%	0.12	0.04	225.66%
精准信息	1.20	0.95	26.77%	0.00	-0.08	-
广哈通信	0.76	0.65	18.15%	-0.03	-0.13	-
东华测试	0.70	0.61	15.09%	0.03	0.02	68.22%
振芯科技	1.70	1.90	-10.30%	0.12	0.08	52.81%
七一二	8.40	7.23	16.12%	1.03	0.68	52.67%
天和防务	7.03	3.55	97.72%	0.63	0.44	41.81%
苏试试验	5.04	3.19	58.00%	0.49	0.35	40.45%
航天发展	19.32	14.92	29.47%	3.12	2.23	40.15%
光力科技	1.22	1.13	7.52%	0.31	0.24	31.76%
火炬电子	14.99	10.61	41.32%	2.75	2.13	28.72%
中光防雷	1.92	1.88	2.10%	0.30	0.24	25.15%
通光线缆	6.37	6.89	-7.60%	0.33	0.28	19.13%
华测导航	4.79	4.61	3.92%	0.54	0.46	16.51%
景嘉微	3.09	2.57	20.39%	0.89	0.77	16.09%
鸿远电子	6.93	5.44	27.44%	2.05	1.77	15.90%
红相股份	6.95	6.58	5.54%	1.60	1.42	12.28%
银河电子	6.18	6.00	3.07%	1.04	0.95	9.86%
振华科技	20.25	21.73	-6.82%	2.36	2.19	7.51%
宏达电子	5.20	4.03	28.99%	1.92	1.81	6.00%
新雷能	3.07	3.62	-15.14%	0.28	0.28	2.52%
奥普光电	1.81	1.82	-0.10%	0.21	0.20	2.09%
和而泰	18.29	17.40	5.10%	1.68	1.70	-1.02%
中光学	16.87	11.23	50.16%	0.54	0.55	-2.13%

海格通信	21.04	19.76	6.48%	2.14	2.23	-4.16%
*ST 华讯	0.22	4.35	-95.02%	-0.78	-0.74	-
天奥电子	2.88	3.31	-13.01%	0.25	0.29	-14.20%
雷科防务	4.57	4.69	-2.61%	0.58	0.69	-15.38%
全信股份	3.28	3.12	4.99%	0.61	0.72	-15.46%
杰赛科技	22.56	23.86	-5.46%	0.34	0.41	-16.41%
康拓红外	2.25	1.07	110.54%	0.18	0.23	-21.92%
久之洋	1.84	2.56	-28.42%	0.22	0.29	-24.46%
泰豪科技	17.38	22.29	-22.01%	0.81	1.10	-26.44%
天银机电	3.72	4.28	-13.16%	0.52	0.77	-33.19%
亚光科技	9.10	6.45	41.09%	0.49	0.75	-34.73%
神剑股份	7.55	9.72	-22.27%	0.36	0.58	-37.46%
凯乐科技	38.59	83.30	-53.67%	3.84	6.66	-42.34%
航锦科技	15.18	17.90	-15.21%	0.86	1.55	-44.11%
欧比特	3.41	3.99	-14.47%	0.31	0.58	-45.76%
金信诺	10.33	13.04	-20.81%	0.15	0.31	-52.51%
赛微电子	3.60	3.10	15.93%	0.12	0.29	-60.06%
光电股份	5.54	6.27	-11.68%	0.07	0.31	-76.30%
海兰信	2.91	3.34	-12.94%	0.03	0.62	-94.78%
东土科技	2.64	3.15	-16.20%	-0.62	1.47	-
特发信息	16.64	21.33	-21.98%	-0.41	0.67	-
合众思壮	6.92	6.74	2.74%	-1.97	-0.33	-
北方导航	7.03	5.61	25.38%	-0.17	0.00	-
四创电子	7.03	9.98	-29.55%	-0.24	-0.48	-
合计	462.86	472.19	-1.97%	44.46	40.14	10.76%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

航天子板块——上半年收入同比下降8.11%，净利润同比增长14.44%。其中：航天长峰实现归母净利润1.07亿元，同比实现扭亏，是板块利润实现正增长的原因。

图表12：航天板块上市公司上半年收入、净利润情况(亿元)

公司	20H1 营业收入	19H1 营业收入	增幅 (%)	20H1 归母净利润	19H1 归母净利润	增幅 (%)
航天长峰	8.30	7.28	14.08%	1.07	-0.52	305.45%
航天晨光	13.77	9.45	45.68%	0.15	-0.70	-
航天电器	18.78	16.19	15.99%	1.85	1.87	-1.21%
中国卫通	12.61	13.12	-3.94%	1.91	2.08	-8.33%
航天电子	55.75	61.55	-9.42%	2.06	2.35	-12.35%
中国卫星	27.33	31.39	-12.94%	1.49	1.89	-21.18%
航天科技	22.89	27.55	-16.91%	-1.05	0.44	-
航天动力	4.93	8.10	-39.13%	-0.06	0.13	-
*ST 航通	13.22	18.60	-28.96%	-0.54	-1.54	-
合计	177.57	193.24	-8.11%	6.88	6.01	14.44%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

船舶板块——整体盈利性仍较弱，拐点尚需等待。2020年上半年，船舶板块实现营业收入637.63亿元，同比增长5.08%；归母净利润32.04亿元，同比增长70.66%。营业收入增长主要是由于中国船舶新增合并企业产品建造节点影响，归母净利润增长主要是由于中船防务处置广船国际股权确认投资收益33.09亿元。剔除两公司影响后，船舶板块营业收入同比降低15.87%，净利润亏损，行业盈利拐点仍需等待。

图表13：船舶板块上市公司上半年收入、净利润情况(亿元)

公司	20H1 营业收入	19H1 营业收入	增幅 (%)	20H1 归母净利润	19H1 归母净利润	增幅 (%)
中船防务	42.93	78.16	-45.07%	31.03	3.91	694.07%
中国船舶	232.16	97.73	137.56%	1.34	0.45	196.41%
江龙船艇	2.02	1.97	2.50%	0.08	0.09	-6.35%
亚星锚链	5.53	5.68	-2.71%	0.41	0.44	-6.91%
瑞特股份	1.87	2.10	-10.67%	0.29	0.33	-11.42%
中国动力	119.17	149.89	-20.49%	3.82	5.27	-27.55%
宝鼎科技	1.51	1.57	-3.67%	0.04	0.51	-92.21%
中船科技	6.25	12.19	-48.74%	0.04	0.71	-94.39%
中国重工	174.15	168.86	3.13%	0.48	11.49	-95.80%
中船应急	3.92	13.81	-71.60%	-0.33	1.24	-
*ST 湘电	23.07	32.28	-28.53%	-1.90	-5.91	-
天沃科技	22.71	39.09	-41.90%	-3.67	0.68	-
天海防务	2.33	3.49	-33.29%	0.41	-0.43	-
合计	637.63	606.82	5.08%	32.04	18.77	70.66%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

地面兵装板块——上半年板块实现营业收入116.27亿元，同比增长4.22%；归母净利润实现7.27亿元，同比增长11.59%。其中：宏大爆破业绩表现较为突出，营业收入增速和归母净利润增速分别为8.29%和25.65%。

图表14：地面兵装板块上市公司上半年收入、净利润情况(亿元)

公司	20H1 营业收入	19H1 营业收入	增幅 (%)	20H1 归母净利润	19H1 归母净利润	增幅 (%)
宏大爆破	26.41	24.39	8.29%	1.72	1.37	25.65%
中兵红箭	23.18	22.05	5.13%	1.83	1.61	13.22%
内蒙一机	53.31	53.15	0.31%	3.78	3.34	13.11%
长城军工	5.44	5.34	1.82%	0.13	0.12	11.07%
海伦哲	7.93	6.64	19.41%	-0.18	0.08	-
合计	116.27	111.57	4.22%	7.27	6.51	11.59%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

通航无人机板块——2020年上半年板块营业收入85.13亿元，同比增长8.88%，实现归母净利润6.68亿元，同比下降4.88%。

图表15：通航无人机板块上市公司上半年收入、净利润情况(亿元)

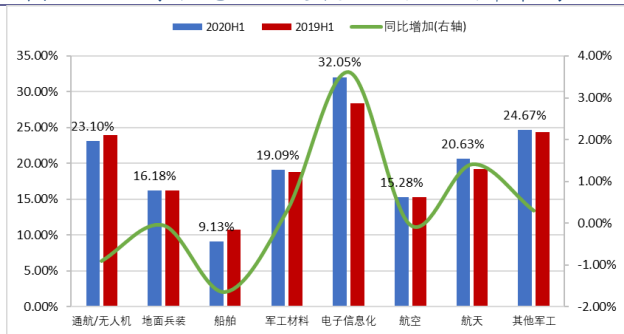
公司	20H1 营业收入	19H1 营业收入	增幅 (%)	20H1 归母净利润	19H1 归母净利润	增幅 (%)
山河智能	43.80	36.29	20.68%	3.99	3.16	26.07%
威海广泰	10.62	9.66	9.88%	1.28	1.13	13.47%
佳讯飞鸿	4.47	5.67	-21.21%	0.59	0.58	1.93%
航天彩虹	10.38	10.87	-4.44%	0.29	0.36	-20.22%
长鹰信质	11.76	12.20	-3.65%	0.94	1.33	-29.59%
海特高新	4.10	3.48	17.69%	-0.40	0.46	-
合计	85.13	78.19	8.88%	6.68	7.03	-4.88%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

➤ **利润率水平——国防电子信息化板块毛利率和净利润率居前**

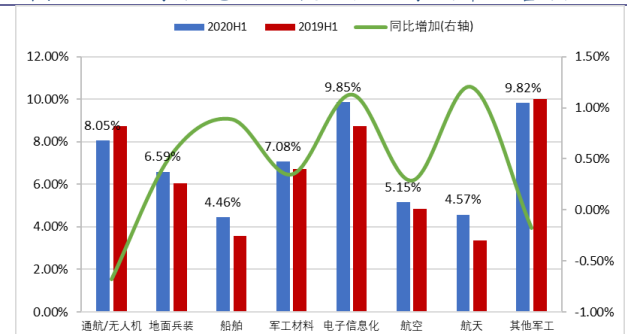
上半年国防电子信息化板块毛利率（32.05%）和净利润率（9.85%）均为各细分板块中最高。与2019年上半年同比来看，电子信息化和航天板块毛利率分别提升3.61个和1.41个百分点；航天、船舶板块净利率分别提升1.20个和0.89个百分点。

图表16：电子信息化、通航无人机毛利率最高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表16：电子信息化、航天板块净利率改善明显



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

➤ **期间费用率——各细分板块费用率整体有所下降**

上半年，除国防电子信息化板块期间费用率同比提高0.69个百分点外，其他各细分板块期间费用率均有所下降，其中航空、地面兵装和通航无人机板块下降幅度较为显著，下降幅度均在1%以上。

图表17：费用率变动情况

子行业	期间费用率(%)			管理费用率(%)			销售费用率(%)			财务费用率(%)		
	2020H1	2019H1	同比	2020H1	2019H1	同比	2020H1	2019H1	同比	2020H1	2019H1	同比
通航/无人机	10.21%	11.56%	-1.35%	5.15%	5.46%	-0.31%	4.17%	4.56%	-0.39%	0.89%	1.55%	-0.66%
地面兵装	4.84%	5.89%	-1.04%	4.86%	5.31%	-0.44%	1.18%	1.38%	-0.21%	-1.20%	-0.80%	-0.39%
船舶	6.85%	7.05%	-0.20%	5.70%	5.55%	↑0.15%	1.62%	1.36%	↑0.26%	-0.47%	0.14%	-0.61%
军工材料	6.84%	8.22%	-1.39%	3.78%	4.50%	-0.72%	2.21%	2.57%	-0.36%	0.84%	1.15%	-0.31%
电子信息化	13.41%	12.72%	↑0.69%	7.46%	6.83%	↑0.63%	4.26%	4.29%	-0.02%	1.68%	1.60%	↑0.09%
航空	6.72%	7.87%	-1.15%	4.85%	5.29%	-0.44%	1.20%	1.42%	-0.22%	0.67%	1.17%	-0.50%
航天	11.34%	11.61%	-0.27%	7.66%	7.65%	↑0.01%	2.66%	2.87%	-0.21%	1.02%	1.09%	-0.07%
其他军工	11.17%	11.30%	-0.14%	2.85%	3.04%	-0.19%	0.38%	0.54%	-0.16%	7.94%	7.72%	↑0.22%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

➤ **现金流和预收账款——航天、通航无人机、电子信息化板块现金流改善，各板块预收账款均大幅减少**

整体来看，上半年现金流量较去年比较差，除通航无人机板块经营性现金流为正，其他板块均为负，另航天有较为明显的好转，其他领域变化不大或较去年恶化。上半年在疫情的背景下，各个领域产品生产、交付、回款收到一定程度的影响，预计随着交付和回款正常化经营现金流情况将逐渐恢复。

航天、航空、国防电子信息化板块存货均有不同程度增长，反映了订单的饱满情况，预计将转化为业绩的增长。

图表19：2020年上半年各板块存货、应收账款、经营性现金流情况（亿元）

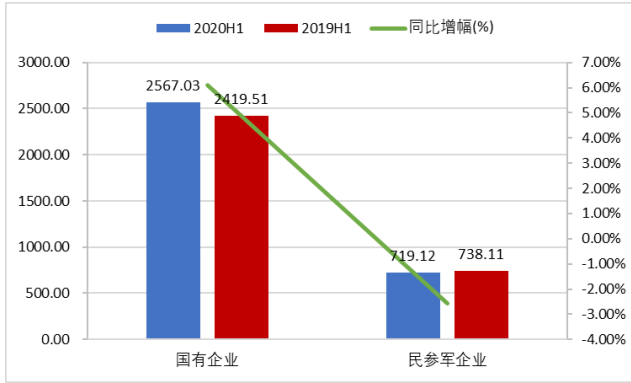
	存货		应收账款		经营性现金流净额	
	2020H1	同比	2020H1	同比	2020H1	2019H1
航空	928.68	9.33%	793.60	10.42%	-187.25	-117.22
航天	180.11	23.16%	190.32	-5.72%	-10.78	-22.10
船舶	516.99	-8.22%	438.4	-14.32%	-154.68	-115.72
地面兵装	59.37	-14.58%	50.20	-21.73%	-17.96	3.05
军工材料	133.78	-11.69%	118.49	0.39%	-3.43	8.77
电子信息化	364.26	14.81%	544.13	5.89%	-15.17	-16.71
通航/无人机	56.08	3.51%	95.46	7.42%	0.72	-2.13

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）国企业绩增速高于民参军，利润率仍低于民参军

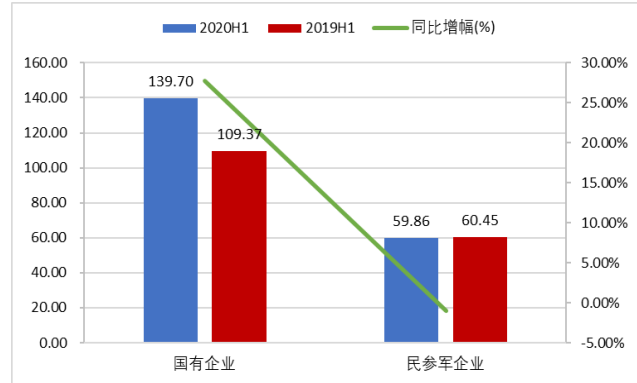
军工国企盈利能力强于民参军。上半年，军工板块国有企业营业收入合计2567.03亿元，同比增长6.10%；归母净利润合计139.70亿元，同比增长27.73%。民参军企业实现营业收入合计719.12亿元，同比下降2.57%；归母净利润合计59.86亿元，同比降低0.97%。

图表20：2020年上半年军工企业营业收入情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

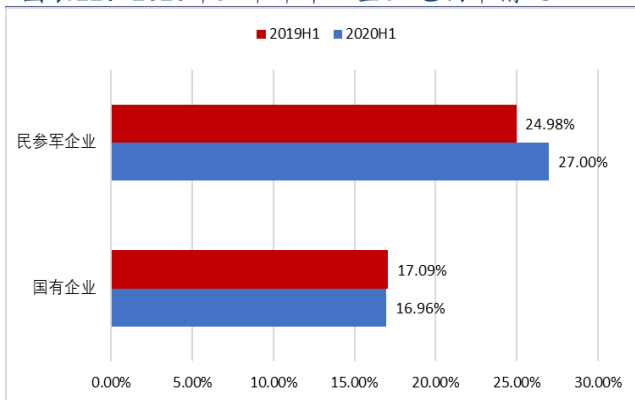
图表21：2020年上半年军工企业归母净利润情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

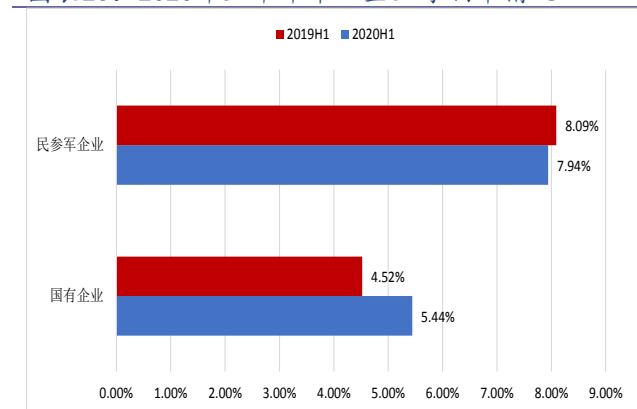
民参军企业毛利率提升明显，国有企业净利率同比增加0.67个百分点。从毛利率来看，2020年上半年军工国企毛利率下降0.12个百分点到16.96%，民参军企业毛利率明显提升，较2019年上半年同比增加2.02个百分点到27.00%。两者差距拉大，民参军企业毛利率高出国有企业约10个百分点。从净利率来看，军工国企净利率提升0.92个百分点到5.44%，民参军企业净利率略有下降，同比下降0.15个百分点到8.09%，但民参军企业净利率仍高出军工国企2.5个百分点。

图表22：2020年上半年军工企业毛利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表23：2020年上半年军工企业净利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(三) 主机厂业绩有所提升，航空表现突出

从主机厂业绩来看，6家主机厂上半年归母净利润21.76亿元，同比大幅增长44.31%；净利润率为4.41%，同比增长1.24个百分点。归母净利润增幅较大的主机厂主要为航空和发动机公司，其中：中航沈飞归母净利润同比增长97.07%（主要原因为收到大额政府补助非经常性损益），洪都航空归母净利润同比扭亏，航发动力归母净利润同比增长26.52%，中直股份实现净利润增长23.82%。扣除中航沈飞大额政府补助影响，主机厂整体利润同比增长约19%；净利润率与去年基本平齐。

图表24：航空主机厂利润增幅显著（亿元）

简称	分类	20H1 营业收入	增幅	20H1 归母净利润	增幅
中航沈飞	航空	115.87	2.68%	8.49	97.07%
洪都航空	航空	22.18	144.85%	0.10	-
中直股份	航空	76.77	11.26%	2.99	23.82%
中航飞机	航空	134.77	-8.25%	2.33	3.72%
航发动力	航空	91.93	4.19%	4.08	26.52%
内蒙一机	地面兵装	53.31	0.31%	3.78	13.11%
合计		494.84	3.27%	21.76	44.31%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 太平洋军工重点覆盖标的业绩远超行业平均

重点覆盖及推荐标的业绩增长远超行业平均水平。从我们重点覆盖的32家军工上市公司的业绩情况来看，2020年上半年，板块营业收入增速和归母净利润增速分别为6.02%和32.27%，归母净利润增速远高于行业平均水平。

整体上看，我们前期看好和推荐的军用材料板块、军用电子信息化板块以及航空板块业绩仍表现突出，我们继续看好三板块长期投资机会，建议关注具备技术领先性和垄断性龙头企业。

图表18：重点推荐标的业绩情况

简称	20H1 营收	19 H1 营收	增幅 (%)	20 H1 归母净利润	19 H1 归母净利润	增幅 (%)
大立科技	6.66	2.47	169.63%	2.92	0.59	399.55%
睿创微纳	6.93	2.54	172.86%	3.08	0.65	376.70%
高德红外	11.76	6.66	76.50%	5.18	1.49	246.70%
中航沈飞	115.87	112.85	2.68%	8.49	4.31	97.07%
北摩高科	2.29	1.52	50.45%	1.08	0.6	80.40%
中简科技	1.69	1.15	46.51%	0.93	0.53	77.53%

中航电子	35.77	34.31	4.26%	2.64	1.7	55.58%
七一二	8.4	7.23	16.12%	1.03	0.68	52.67%
苏试试验	5.04	3.19	58.00%	0.49	0.35	40.45%
航天发展	19.32	14.92	29.47%	3.12	2.23	40.15%
中航高科	17.69	14.47	22.26%	3.22	2.5	28.93%
火炬电子	14.99	10.61	41.32%	2.75	2.13	28.72%
宝钛股份	20.38	19.65	3.67%	1.42	1.11	28.64%
航发动力	91.93	88.24	4.19%	4.08	3.23	26.52%
中直股份	76.77	69	11.26%	2.99	2.41	23.82%
景嘉微	3.09	2.57	20.39%	0.89	0.77	16.09%
中航光电	48.1	45.97	4.64%	6.63	5.73	15.71%
应流股份	8.63	9.52	-9.36%	0.81	0.7	15.55%
威海广泰	10.62	9.66	9.88%	1.28	1.13	13.47%
光威复材	10.05	8.36	20.17%	3.52	3.1	13.42%
振华科技	20.25	21.73	-6.82%	2.36	2.19	7.51%
中航机电	52.08	53.39	-2.46%	3.45	3.25	6.14%
中航飞机	134.77	146.88	-8.25%	2.33	2.24	3.72%
钢研高纳	6.68	6.76	-1.06%	0.89	0.86	3.00%
和而泰	18.29	17.4	5.10%	1.68	1.7	-1.02%
海格通信	21.04	19.76	6.48%	2.14	2.23	-4.16%
菲利华	3.48	3.75	-7.13%	0.86	0.95	-8.79%
航天电子	55.75	61.55	-9.42%	2.06	2.35	-12.35%
天奥电子	2.88	3.31	-13.01%	0.25	0.29	-14.20%
中国卫星	27.33	31.39	-12.94%	1.49	1.89	-21.18%
亚光科技	9.1	6.45	41.09%	0.49	0.75	-34.73%
楚江新材	93.94	69.72	34.73%	0.61	2.21	-72.32%
合计	961.55	906.98	6.02%	75.17	56.83	32.27%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

风险提示：国防军费预算下行；军品采购订单不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。