

军工电子与复合材料艇双驱动将显著增厚业绩

——太阳鸟（300123）调研简报

2017年06月08日

强烈推荐/首次

太阳鸟

调研简报

报告摘要:

公司 33 亿元并购老牌军工企业亚光电子，战略升级军工电子业务；原有船艇主业持续看好，随着国内消费升级及海洋执法装备升级，未来船艇市场空间巨大。

- ◆ 亚光电子所属的半导体器件和微波电路领域中，雷达、导引头为主要需求牵引，亚光电子作为国内核心配套企业，将充分受益于我国国防信息化建设的良机遇。亚光电子承诺净利润年复合 40% 增长，且其在半导体元器件和微波电路领域技术积淀深厚，客户关系积累广泛，并可与公司原有的船艇业务产生协同。
- ◆ 作为国内复合材料船艇龙头企业，公司原有船艇业务持续看好。目前公司在横向和纵向布局初显成效，合力挖掘大众消费及公务船艇共计千亿市场。在**游艇领域**，2015 年我国人均 GDP 超过 8000 美元，但仅拥有各类游艇 16000 艘左右，平均近 9 万人一艘，与其他游艇消费国家差距非常大，预计 2020 年其市场空间达 500 亿。在**公务船领域**，2015 年海洋局重组完成之后，我国海上执法效率提升，由此对海洋装备提出新的升级需求，公务执法船艇将迎来一个新的发展时期，预计未来执法船需求将达 300-500 亿元。

公司盈利预测及投资评级。2017 年公司预计将并表亚光电子，预计总股本为 6.2 亿股；参考公司公告中的备考并表，我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 18 亿元、24 亿元和 32 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.0 亿元、2.3 亿元和 3.2 亿元；摊薄后 EPS 分别为 0.34 元、0.37 元和 0.52 元，对应 PE 分别为 37、34 和 24 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：亚光电子并购进程缓慢；国防信息化建设不及预期；游艇市场急剧波动等。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	441.57	587.12	1,840.92	2,455.13	3,369.62
增长率(%)	14.34%	32.96%	213.55%	33.36%	37.25%
净利润(百万元)	14.69	15.34	206.55	232.36	323.39
增长率(%)	-30.33%	4.42%	1246.55	12.50%	39.18%
净资产收益率(%)	1.45%	1.59%	12.87%	12.90%	15.95%
每股收益(元)	0.05	0.06	0.34	0.37	0.52
PE	250.20	208.50	37.20	33.76	24.26
PB	3.83	3.28	4.79	4.36	3.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：王加焯

010-66554142

wang_jw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116110054

联系人：李永乐

010-66554047

liy_l@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116050067

联系人：张高艳

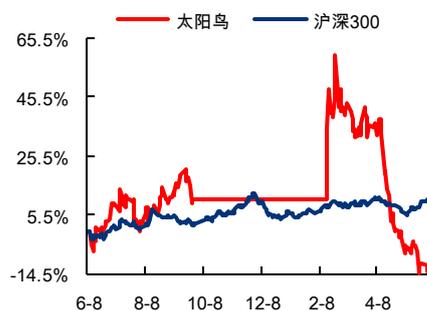
010-66554030

zhanggy-yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	12.51-13.73
总市值(亿元)	37.75
流通市值(亿元)	34.29
总股本/流通 A 股(万股)	30173/27408
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.73

52 周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 战略升级军工电子业务.....	3
1.1 复合材料艇研发生产国内领先，原主业持续看好.....	3
1.2 33 亿收购亚光电子，升级军工电子业务.....	4
2. 游艇及特种艇需求上升，未来五年市场空间共计千亿.....	6
2.1 游艇产业受政策青睐，消费升级刺激新增长.....	6
2.1.1 政策鼓励游艇消费，培育新经济增长点.....	6
2.1.2 消费升级刺激游艇消费，未来五年总市场规模或达 500 亿.....	7
2.2 海洋执法装备升级，公务艇需求达 300 亿以上.....	7
2.3 拓宽产品、投资俱乐部，横向+纵向布局显成效.....	8
3. 布局核心元器件业务，受益国防信息化发展机遇.....	8
3.1 亚光电子行业地位高，属半导体及微波组件核心配套单位.....	8
3.2 雷达、导引头为主要需求牵引，承诺净利润年复合 40% 增长.....	9
4. 盈利预测及估值.....	10
5. 风险提示.....	10

表格目录

表 1: 收购亚光电子后公司股东明细.....	5
表 2: 公司募集配套资金募投项目.....	5
表 3: 国家对游艇行业陆续出台相关政策支持.....	6
表 4: 2013-2015 年非金属船、娱乐船和运动船产值（亿元）.....	7
表 5: 太阳鸟、海思比、江龙船艇市场份额变化.....	8
表 6: 亚光电子主要参控股公司.....	9
表 7: 亚光电子主要产品及应用.....	10
表 8: 亚光电子承诺利润.....	10
表 9: 公司盈利预测表.....	11

插图目录

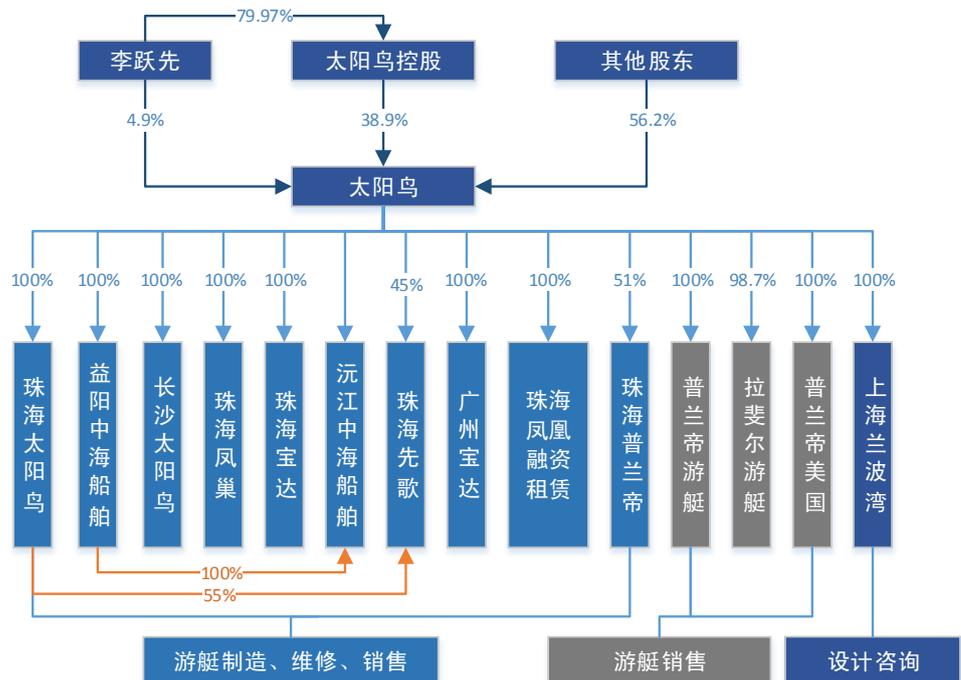
图 1: 公司股权结构示意图.....	3
图 2: 公司主营业务收入（百万元）及增长率.....	4
图 3: 公司净利润（百万元）及其增长率.....	4
图 4: 公司主营业务分类及各部分营收.....	4
图 5: 亚光电子控股、参股公司.....	9

1. 战略升级军工电子业务

1.1 复合材料艇研发生产国内领先，原主业持续看好

公司原有业务为复合材料船艇的生产销售，主要产品包括游艇和特种艇，用于个人休闲娱乐、商务活动、水上执法及军事等领域。公司复合材料艇设计与生产水平处于国内领先地位。并购前公司股权结构如图 1 所示，公司在长沙、珠海、广州等均有复合材料艇的研发生产基地，并在美国、意大利等地设立设计销售公司。

图 1: 公司股权结构示意图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司 2010 年-2013 年期间营收复合增速约 30%，其归母净利润同样保持 20%左右复合增速，如图 2 及图 3 所示。2014 年起，由于国家海洋局重组，特种艇的订单急剧减少，公司营收急剧下滑，而游艇业务也遭受波动，公司的利润水平受到较大影响。随着国家海洋局重组完成、职能明确，特种艇的招标等重新恢复，公司的特种艇业务开始逐步恢复。

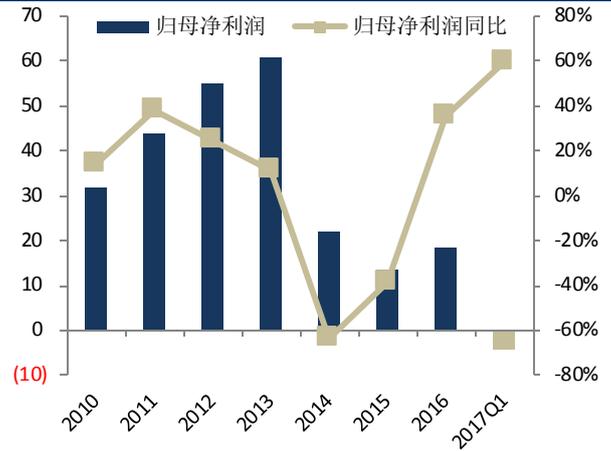
2016 年，公司收购益阳中海、沅江中海、珠海先歌等公司，公司游艇和特种艇产品线进一步扩大，巩固了公司的行业地位。其中，珠海先歌专长于 100 尺以上大型游艇和高速客船研发生产；益阳中海在钢制公务艇领域具有较大优势。我们认为，公司未来在公务艇和游艇领域优势将继续扩大。

图 2：公司主营业务收入（百万元）及增长率



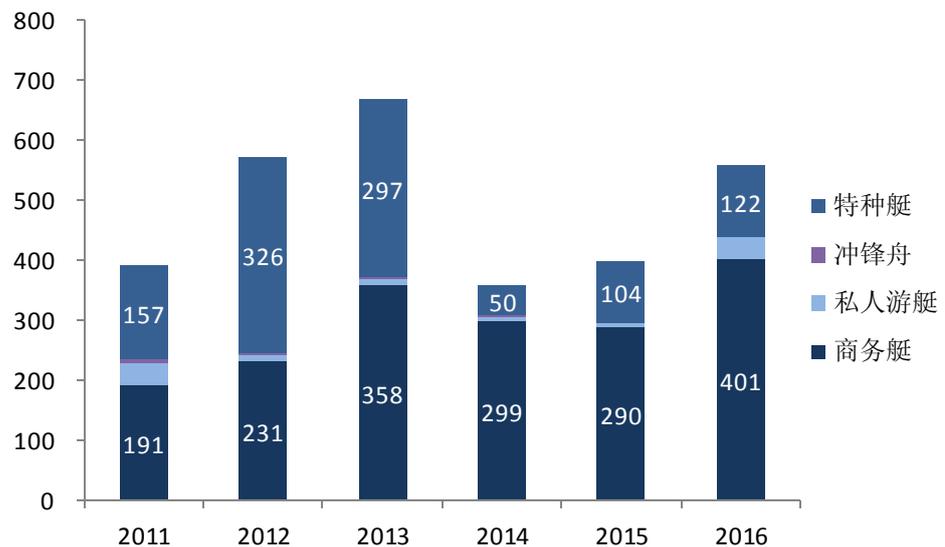
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：公司净利润（百万元）及其增长率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：公司主营业务分类及各部分营收



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 33 亿收购亚光电子，升级军工电子业务

军工电子是发展高尖端装备的基础，是我国国防信息化的基石行业，军用雷达和军工通信是国防信息化中装备信息化的重要组成部分，与之相关的半导体元器件和微波电路也将受益于相关装备列装存在较大的发展空间。

在此背景下，公司拟通过向太阳鸟控股、南京瑞联、天通股份、东方天力、东证蓝海、浩蓝瑞东、浩蓝铁马、华腾五号、华腾十二号、周蓉等发行股份，收购对方持有的亚光电子 97.38% 股权。此外，拟向包括珠海凤巢在内的不超过 5

名特定投资者发行股份募集配套资金，配套资金总额不超过 12 亿元。不考虑配套资金，公司收购完成后股权结构如表 1 所示。

表 1：收购亚光电子后公司股东明细

股东名称	收购前		收购后（不考虑配套融资）	
	持股数量/股	占比	持股数量/股	占比
太阳鸟控股	117,379,092	38.90%	164,961,115	29.47%
华泰瑞联基金	20,480,000	6.79%	20,480,000	3.66%
南京瑞联			54,047,161	9.65%
天通股份			38,605,114	6.90%
东证蓝海			27,023,580	4.83%
东方天力			7,721,023	1.38%
华腾五号			1,297,131	0.23%
华腾十二号			20,321,732	3.63%
浩蓝瑞东			17,758,353	3.17%
浩蓝铁马			13,125,738	2.34%
周蓉			30,587,637	5.46%
李跃先	14,780,800	4.90%	14,780,800	2.64%
深圳市华腾一号投资中心（有限合伙）	2,900,000	0.96%	2,900,000	0.52%
其他	146,185,518	48.45%	146,185,518	26.11%
合计	301,725,410.00	100.00%	559,794,902	100.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

亚光电子的核心产品主要应用于三大领域：雷达、导引头、航天通信，其中雷达配套设备已覆盖陆、海、空、天多种武器装备；航天通信配套于卫星、飞船、空间站等。

此外，公司募集配套资金将用于射频微机电（RFMEMS）等新技术研发中心建设、微波混合集成电路微组装生产线技术改造项目等。

表 2：公司募集配套资金募投项目

序号	项目名称	项目投资总额
1	射频微机电（RFMEMS）等新技术研发中心建设项目	1.45 亿
2	微波混合集成电路微组装生产线技术改造项目	9.99 亿
3	生产管理系统建设项目	6212 万
	合计	12.1 亿

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 游艇及特种艇需求上升，未来五年市场空间共计千亿

2.1 游艇产业受政策青睐，消费升级刺激新增长

2.1.1 政策鼓励游艇消费，培育新经济增长点

游艇是一种集航海、娱乐、休闲于一体的高级消费品，在发达国家已如汽车一般普遍，但在中国仍然是一种新型的休闲工具，国内消费环境与氛围正在逐步形成。近年来，我国船舶工业寻求转型升级，同时国内邮轮游艇滨海旅游观光等成为新方式，国家陆续出台政策鼓励游轮游艇制造行业发展、培育形成一批游艇自主品牌和骨干企业。

船舶工业“十三五”规划中，明确表示积极培育新的经济增长点，以适应国内邮轮游艇等传统高端消费潜力加速释放的趋势，加快实现邮轮自主设计和建造，大力发展中小型游艇和新型游艇设计制造。

表 3: 国家对游艇行业陆续出台相关政策支持

	文件名称	发布机构	发布时间	要点
1	《船舶工业中长期发展规划（2006-2015年）》	国防科工委	2006年9月	大力发展救助打捞装备、远洋渔船、大型工程船和个性化游艇等产品”。
2	《船舶工业“十二五”发展规划》	工信部	2012年3月	培育豪华游艇、旅游观光艇、公务艇、商务艇等品牌产品”。
3	《服务业发展“十二五”规划》	国务院	2012年12月	积极发展海洋旅游，加强客运码头、游艇码头及停泊区的规划建设和管理，发展海峡、岛屿间客滚运输和海上旅游、游艇经济
4	《产业结构调整指导目录（2011年本）（2013年修订）》	发改委	2013年2月	“豪华邮轮等高技术、高附加值船舶”“海洋监管船等特种船舶及其专用设备”“豪华游艇开发制造及配套产业”被列为鼓励类项目。
5	《国民旅游休闲纲要（2013-2020年）》	国务院	2013年2月	支持邮轮游艇码头等旅游休闲基础设施建设”“鼓励开展邮轮游艇旅游等旅游休闲产品，弘扬优秀传统文化”。
6	《船舶工业加快结构调整促进转型升级实施方案（2013-2015年）》	国务院	2013年7月	扩大国内有效需求，推动船舶产品结构升级；邮轮游艇产品适应海洋旅游产业发展需要；海洋保障能力显著提升；行政执法船舶配置大幅提升
7	《船舶工业规范条件》	工信部	2013年11月	文件要求进一步加强船舶行业管理，化解产能过剩矛盾，加快结构调整，提升技术水平，促进转型升级，引导船舶工业持续健康发展。
8	《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》	国务院	2014年8月	意见提出积极发展森林旅游、海洋旅游，继续支持邮轮游艇、索道缆车、游乐设施等旅游装备制造国产化，积极发展邮轮游艇旅游、低空飞行旅游。

9	《关于促进旅游装备制造业发展的实施意见》	工信部、发改委等	2015年9月	积极开拓国内外游艇市场，以满足游艇大众消费需求为主导，大力发展中小型游艇，推动国内游艇细分市场发展，加强游艇自主研发设计能力，培育形成一批游艇自主品牌和骨干企业。鼓励发展游艇配套材料、设备及零部件制造，形成较为完善的游艇配套产业体系。
10	《船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划（2016-2020年）》	工信部、发改委等	2017年1月	积极培育新的经济增长点。适应国内邮轮游艇等传统高端消费潜力加速释放的趋势，加快实现邮轮自主设计和建造，大力发展中小型游艇和新型游艇设计制造。

资料来源：东兴证券研究所整理

2.1.2 消费升级刺激游艇消费，未来五年总市场规模或达 500 亿

当前我国游艇旅游的发展不仅与经济发展阶段不匹配，发展规模和速度也与发达国家差距非常大。2015年我国人均GDP超过8000美元，部分沿海省份早已超过1.2万美元，但仅仅拥有各类游艇16000艘左右，平均近9万人一艘。同比，1980年美国约有2.29亿人口，人均GDP为1.2万美元左右，但游艇数量达到857万艘以上，人均拥有游艇的比例一直维持在1/27左右；新西兰人均拥有游艇的比例高达1/8，荷兰为1/10，而内陆国家瑞士其人均拥有游艇的比例也达到1/69。由此可知，我国游艇业仍处于十分初期阶段，未来市场空间巨大。

表 4: 2013-2015 年非金属船、娱乐船和运动船产值（亿元）

产 值	2015 年	2014 年	2013 年
非金属船舶制造	86.37	71.91	64.15
娱乐船和运动船的建造和修理	52.81	47.67	51.53
合 计	139.18	119.58	115.68

资料来源：船舶工业统计年鉴，东兴证券研究所

根据统计，2015年非金属船、娱乐船、运动船建造修理产值达到139亿，假设2020年我国各类游艇保有量达到5万艘，以平均每艘游艇（包括国内外产品）均价100万计算，其市场空间或达500亿以上，复合增速达到35%以上。

2.2 海洋执法装备升级，公务艇需求达 300 亿以上

公务执法船艇在我国船艇市场占据着极为重要的地位，主要用于维护海洋主权及维护水域秩序，由海警、海事、海关、海监、港航、渔政、边防、水警、防汛等部门使用，受到政府财政预算及周边国际局势的影响。2015年海洋局重组完成之后，我国海上执法效率提升，由此对海洋装备提出新的升级需求。

在采购公务船过程中，政府对船厂的选择与商船订造不同，基本局限在本国船厂范围内，目前这一情况国内外基本一致。因此，公务船建造市场的竞争主要是国内船企之间的竞争。随着我国“建设海洋强国”步伐的提速，公务执法船艇将迎来一个新的发展时期。根据中船重工经济研究中心预测，未来几年，我国仅海洋公务执法船需求将达300-500亿元。公务执法船艇将呈现大型化、多功能化、多材质复合的发展趋势，大型多材质复合船艇的需求将进一步增大。

2.3 拓宽产品、投资俱乐部，横向+纵向布局显成效

2015年，公司推行模块化、总装拉动的制造模式，在提升品质的同时还缩短了交船期、降低了价格，为客户带来了价值升级。模块总装量这种游艇订制模式不仅3个月内可交付游艇，而且深受客户喜爱，凸显了极大优势和商机。在国内同类型企业中，太阳鸟的市场份额始终位列前茅，如表5所示。

在横向布局上，公司与中船集团合作成立普兰帝船舶工程公司生产铝合金高技术船艇、游艇，收购珠海先歌拓展100尺以上大型游艇，收购益阳中海扩展疏浚工程船舶和钢质公务艇等；在纵向布局上，公司以服务提升带动产业与消费升级，成立了凤凰融资租赁有限公司，并投资多家游艇俱乐部，推动了国内游艇大众消费。

表5：太阳鸟、海思比、江龙船艇市场份额变化

公司名称	2015年 市场份额	2014年 市场份额	2013年 市场份额	主要产品类型
太阳鸟游艇股份有限公司	3.17%	3.23%	5.88%	商务艇、特种艇
深圳市海斯比船艇科技股份有限公司	1.26%	2.28%	2.29%	公务工作艇军用特种艇娱乐休闲艇
江龙船艇科技股份有限公司	2.60%	2.71%	2.24%	旅游休闲船艇 公务执法船艇

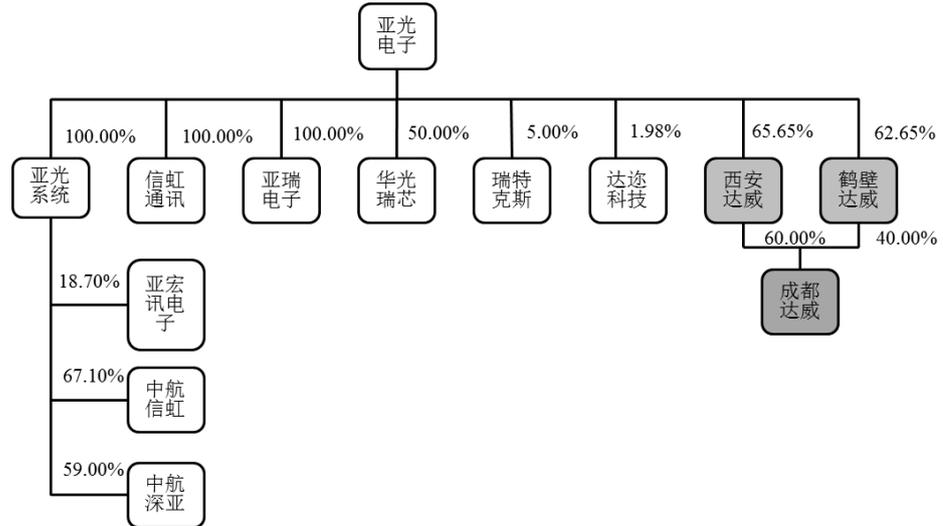
资料来源：江龙船艇公司招股说明书，东兴证券研究所

3. 布局核心元器件业务，受益国防信息化发展机遇

3.1 亚光电子行业地位高，属半导体及微波组件核心配套单位

亚光电子成立50多年历史中，一直保持国内微波半导体元器件及微波电路市场的领先地位。在微波电路二极管领域，亚光电子属“一所一厂”之一，长期雄据国内军品微波二极管市场的半壁江山；在微波电路领域，亚光电子排名国内前三。

亚光电子目前在半导体元器件和微波电路领域拥有深厚的技术积淀、广泛的客户关系积累，未来有望借助上市公司的平台显著提升资源配置能力，在军工电子领域寻求更多外延式发展机会，并实现产业层面的较强协同。公司主要参控股子公司如表6所示。

图 5：亚光电子控股、参股公司


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 6：亚光电子主要参控股公司

序号	控股公司	主营业务	2016 年 1-9 月营收 万元	2016 年 1-9 月净利 万元
1	亚光系统	研制、销售安全技术防范产品、通讯器材（不含无线广播电视发射设备及地面卫星接收设备）等	5949	-125
2	信虹通讯	生产、销售通讯设备，测量仪器及技术咨询服务等	25	-36
3	亚瑞电子	开发、销售：各类电子元器件	321	13
4	华光瑞芯	设计、制造、销售微波单片集成电路、数字模拟集成电路等半导体器件、微波磁性器件、各类电子产品等	3800	283
5	中航信虹	通信产品（不含无线广播电视发射设备产品、卫星电视广播地面接收设备产品）、电子产品、软件产品、智能控制系统设备、智能防雷系统设备、安防系统产品、卫星通信设备、通信导航设备等	753	-57
6	中航深亚	电子产品的技术开发；音视频采集卡、嵌入式数字硬盘录像机、模拟摄像机、网络摄像机、联网报警主机，监视器、显示器等各类电子产品购销及技术服务等	3688	-272

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 雷达、导引头为主要需求牵引，承诺净利润年复合 40%增长

亚光电子的客户主要为军工科研院所、军工厂等，未来 3 年内，其主要产品仍将应用于雷达、导引头。亚光电子各类主要产品的应用如表 7 所示。亚光电子的毫米波 T/R 组件水平目前居于国内领先地位，已经成为武器装备系统重要的配套供应厂家之一。

表 7: 亚光电子主要产品及应用

类别	主要产品	应用
半导体元器件	微波二极管	电路基础器件, 公司产品为军工特种器件
	微波三极管	电路基础器件, 高频放大、高速开关、高频振荡等电流控制功能, 如卫星太阳能帆板
微波混合集成电路产品	单功能电路	微波信号的放大、检测、功率分配与合成 (简称功分)、混频、滤波、变压、耦合等功能
	控制电路	移相器: 改变相控阵雷达波束方向 限幅器: 限制大功率信号, 防止雷达、通信接收机被烧毁 限幅低噪放: 相控阵天线的 T/R 组件及各类射频微波模块, 为各型号雷达与导引头提供大量配套
微波单片集成电路	单片集成电路	开关、移相器、衰减器、滤波器、低噪放、驱动放大器、功放、变频器、多功能芯片、收发芯片
微波组件	星用变频器	卫星地面站、地面侦查设备、舰载设备
	微波开关	机载开关矩阵、航天星载开关矩阵
	接收前端	机载、舰载、弹载等武器装备接收微波信号
	频率源	机载、舰载、弹载等武器装备微波发射机
	毫米波 T/R 组件	雷达等

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们预计, 受益于我国国防信息化建设的良好机遇, 雷达与导引头将是未来亚光电子的主要业务方向。本次收购中, 亚光电子承诺未来三年的净利润将不低于 1.6 亿、2.2 亿、3.1 亿, 年复合增速达 40% 左右。

表 8: 亚光电子承诺利润

年份	2017 年	2018 年	2019 年
承诺利润	1.6 亿	2.2 亿	3.1 亿

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

2017 年公司预计将并表亚光电子, 预计总股本为 6.2 亿股; 参考公司公告中的备考并表, 我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 18 亿元、24 亿元和 32 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 2.0 亿元、2.3 亿元和 3.2 亿元; 摊薄后 EPS 分别为 0.34 元、0.37 元和 0.52 元, 对应 PE 分别为 37、34 和 24 倍, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

亚光电子并购进程缓慢; 国防信息化建设不及预期; 游艇市场急剧波动等。

表 9: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E		2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	954	2373	2964	3689	4505	营业收入	587	1841	2455	3370	4304
货币资金	204	552	737	1011	1291	营业成本	450	1349	1779	2411	3078
应收账款	176	656	762	1085	1418	营业税金及附加	9	22	30	45	54
其他应收款	14	45	60	82	105	营业费用	26	116	154	212	271
预付款项	70	188	224	272	334	管理费用	77	110	147	202	258
存货	436	739	975	991	1054	财务费用	25	46	74	88	102
其他流动资产	54	66	72	82	91	资产减值损失	-5.76	-14.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1226	4302	4269	4221	4146	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.09	46.00	20.00	0.00	0.00
固定资产	627.53	880.44	846.11	808.12	760.62	营业利润	5	257	291	412	540
无形资产	306	479	480	480	481	营业外收入	17.02	20.00	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	9	10	10	10	10	营业外支出	0.12	2.00	1.00	1.00	1.00
资产总计	2180	6675	7233	7910	8651	利润总额	22	275	310	431	559
流动负债合计	934	2114	2505	2954	3399	所得税	7	69	77	108	140
短期借款	553	1511	1819	2196	2563	净利润	15	207	232	323	420
应付账款	124	297	341	396	422	少数股东损益	-3	-2	3	4	5
预收款项	128	157	181	215	258	归属母公司净利润	18	209	230	320	415
一年内到期的非	22	22	22	22	22	EBITDA	393	408	479	618	768
非流动负债合计	66	115	115	115	115	EPS (元)	0.06	0.34	0.37	0.52	0.67
长期借款	16	33	33	33	33	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	
负债合计	1001	2229	2620	3069	3514	成长能力					
少数股东权益	28	26	28	32	36	营业收入增长	33%	214%	33%	37%	28%
实收资本 (或股	302	620	620	620	620	营业利润增长	-48%	5112%	13%	42%	31%
资本公积	628	628	628	628	628	归属于母公司净利润	10%	39%	10%	39%	30%
未分配利润	214	217	227	235	249	获利能力					
归属母公司股东	1152	1620	1781	2005	2295	毛利率 (%)	23%	27%	28%	28%	28%
负债和所有者权	2180	3871	4426	5102	5842	净利率 (%)	3%	11%	11%	9%	10%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
2016A	2017E	2018E	2019E	2020E		2%	13%	3%	3%	4%	
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	-557	80	151	371	420	资产负债率 (%)	46%	58%	59%	60%	60%
折旧摊销	63.11	103.94	114.47	118.00	0.00	流动比率	1.02	1.12	1.18	1.25	1.33
财务费用	25	46	74	88	102	速动比率	0.55	0.77	0.79	0.91	1.02
应收账款减少	0	-480	-106	-323	-347	营运能力					
预收帐款增加	0	28	25	34	55	总资产周转率	0.29	0.61	0.59	0.71	0.79
投资活动现金流	-124	-3113	-60	-70	-50	应收账款周转率	4	4	3	4	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.00	8.75	7.69	9.14	10.52
长期股权投资减	0	-83	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	46	20	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.34	0.37	0.52	0.67
筹资活动现金流	60	4018	164	193	94	每股净现金流 (最新	-0.21	0.56	0.30	0.44	0.74
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.82	2.61	2.87	3.23	3.70
长期借款增加	0	17	0	0	0	估值比率					
普通股增加	17	318	0	0	0	P/E	208.50	37.20	33.76	24.26	18.70
资本公积增加	190	0	0	0	0	P/B	3.28	4.79	4.36	3.87	3.38
现金净增加额	-63	348	184	274	72	EV/EBITDA	10.60	21.52	18.56	14.56	11.84

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

王加煨

清华大学工学硕士，2年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

张高艳

张高艳，清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。