

## 向民营军工综合体再出发

公司动态

### ◆民营军工龙头，夯实航空航天零部件主业，布局高通量卫星业务

继2015年完成对明日宇航收购后，公司2016年将业务调整为军工（航空航天）、农机、投资三大板块。其中以军工为核心，军用飞机零部件业务高速增长，在民机零部件、卫星通信领域亦不断拓展。公司2016年航空航天收入规模达10亿元以上，正逐步崛起成为国内民营军工龙头。

### ◆航空航天制造业务高速增长，民参军领域傲视群雄

公司致力于飞行器结构件减重技术开发与应用，主要产品包括航空飞行器结构件、航天飞行器结构件、发动机结构件三大类，产品切入我国飞机八大主机厂、发动机四大主机厂、航天十大主机厂全部主力型号，在该领域民参军上市中，公司实力最为雄厚。受益于我国空天力量建设的高景气，公司军品主业高速增长；同时公司在民机领域亦不断拓展，预计其航空航天主业近几年将继续保持高增速。

### ◆布局高通量宽带卫星业务，第一时间抓住商业航天机遇

国防科工局2016年10月在《人民日报》刊文提出七大举措建设航天强国，积极促进商业航天发展，并鼓励社会力量参与。公司敏锐抓住商业航天机遇，于同期投资设立明日宇航卫星工业有限公司，布局高通量宽带卫星业务，计划于2018年提供服务，并力争10年时间建设12颗在轨卫星的宽带卫星通信系统，打造极富潜力的全新增长点。

### ◆盈利预测与投资建议

在军民融合作为国家战略的大背景下，部分优秀民营企业在纵向深入发展其原有主业基础上，进一步借助其长期积淀的核心技术、民参军丰富经验、良好的军民关系、以及上市平台的优势资源，通过横纵向拓展切入其他高景气的军工细分行业，将有潜力打造成为民营军工综合体。我们认为新研即是具备这样潜力的公司，公司的远期成长空间值得重新考量。预计2017-2019年EPS分别为0.31、0.43、0.55元，考虑公司在民营军工企业中优势明显，且不断拓展新的参军领域酝酿持续增长潜力，应享有一定龙头溢价，首次覆盖，给予增持评级，12个月目标价14元。

◆风险提示：军品订单大幅波动；卫星业务进展低于预期；农机业务业绩持续下滑。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019
营业收入(百万元)	1,401	1,791	2,191	2,692	3,240
营业收入增长率	149.78%	27.86%	22.32%	22.84%	20.37%
净利润(百万元)	301	251	457	640	825
净利润增长率	168.12%	-16.56%	82.17%	39.98%	28.90%
EPS(元)	0.20	0.17	0.31	0.43	0.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.38%	4.31%	7.32%	9.35%	10.84%
P/E	61	73	40	29	22

### 增持(首次)

当前价/目标价：12.31/14元

目标期限：12个月

### 分析师

赵晨(执业证书编号：S0930516100001)

0755-23994437

[zhaoc@ebsecn.com](mailto:zhaoc@ebsecn.com)

### 联系人

罗敬军

0755-23993931

[luojj@ebsecn.com](mailto:luojj@ebsecn.com)

何宇超

021-22169103

[heyc@ebsecn.com](mailto:heyc@ebsecn.com)

### 市场数据

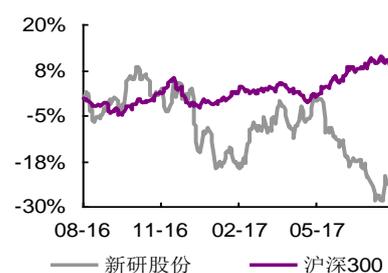
总股本(亿股)：14.90

总市值(亿元)：182.27

一年最低/最高(元)：11.15/17.70

近3月换手率：39.39%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.68	-32.66	-35.09
绝对	4.71	-22.49	-19.16

### 相关研报

## 1、收购明日宇航，成民参军龙头

公司前身是成立于 1960 年的新疆机械研究所，新疆首批转制的科研单位之一，于 2011 年登陆深交所创业板，是国内农牧机械制造行业第一家上市公司，专注于中高端农牧机械产品，拥有“牧神”、“海山”两个省级著名商标。

2015 年，公司完成对明日宇航收购。明日宇航是我国航空航天结构件加工领域规模最大、技术实力最雄厚的民营企业。通过此次收购，上市公司以军工为最核心主业，同时保留原有农机业务，并在 2016 年新设立投资板块，形成军工、农机、投资三大清晰的业务板块。

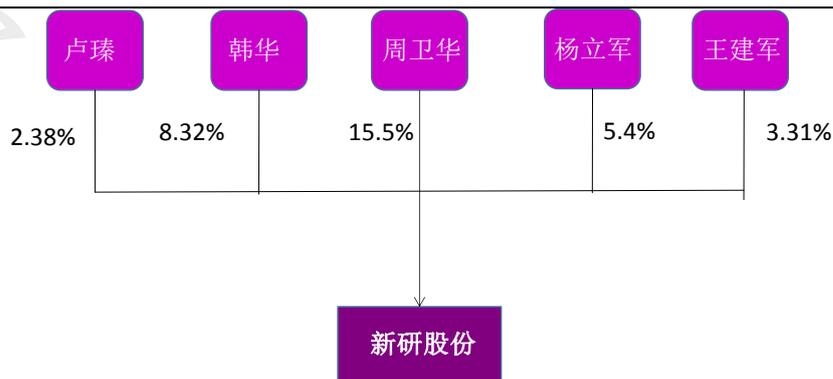
图 1：公司组织架构图



资料来源：公司公告

公司主要股东中，周卫华、王建军为本公司控股股东、实际控制人和一致行动人。明日宇航董事长韩华（创始人）任上市公司总经理，王建军、卢臻等均系原明日宇航股东及高管，管理团队多人来自国内航空航天企业，拥有强大的客户资源和市场开拓能力。

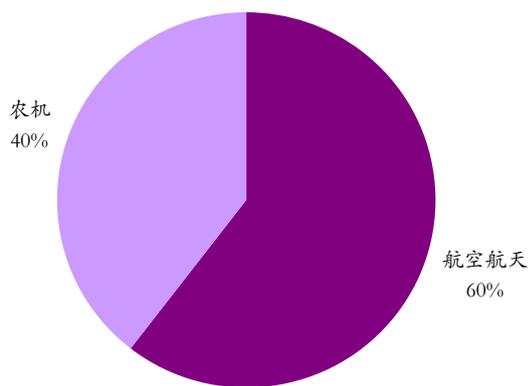
图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：公司公告

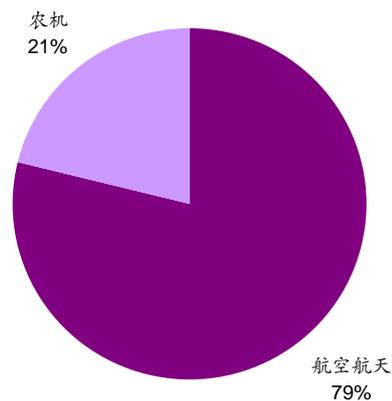
完成对明日宇航收购后，军工成为公司最核心业务，军用飞机零件业务高速增长，在民机零部件、卫星通信领域亦不断拓展，2016 年公司实现收入 17.91 亿元，其中航空航天贡献收入达 10 亿元以上，同比增长 81%，占公司收入比重达 60%，贡献 79%毛利。农机业务因受行业低谷期影响，收入及毛利率出现显著下滑，影响公司整体业绩。

图 3：公司 2016 年营业收入构成



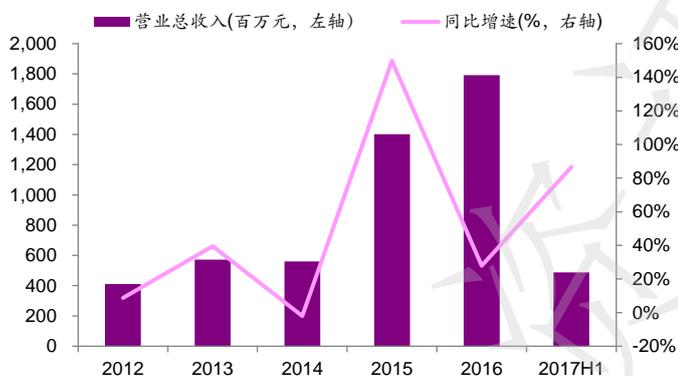
资料来源：Wind

图 4：公司 2016 年毛利构成



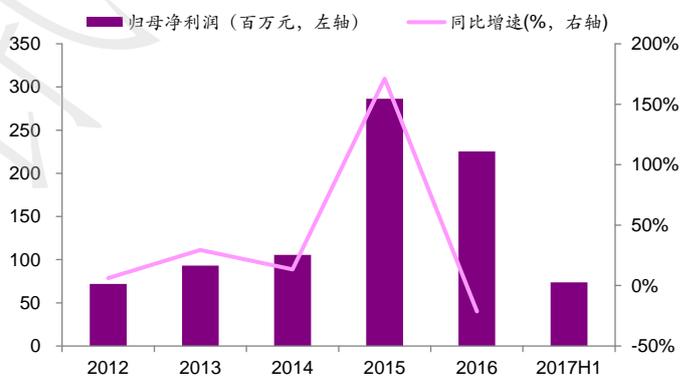
资料来源：Wind

图 5：营业收入及增速



资料来源：Wind

图 6：归母净利润及增速



资料来源：Wind

## 2、产能傲视群雄，军民融合发展

### 2.1、产能优势傲群雄，军工业务高速增长

公司主要从事航空航天飞行器结构件减重工程的应用和开发，主要产品可分为“航空飞行器结构件”、“航天飞行器结构件”、“发动机结构件”三类。结构件减重是提高飞行器轻量化、速度快、载荷大、续航久、能耗少等战术性能指标的重要途径。

表 1：明日宇航主要产品

产品分类	主要产品
航空飞行器结构件	框、梁、肋、壁板、蒙皮、长桁、角片、转轴、机匣、加力装置、反推装置、混排装置、喷管、皮碗、承力件和导流管
航天飞行器结构件	薄壁筒形钣金件、支撑环、进气道、喷口、承力件
发动机结构件	燃烧室、喷管、机匣、叶片、整体叶盘、叶盘、安装环、导流管

资料来源：公司年报

公司五年时间开发了 6000 多种产品，形成了涵盖大型运输机、先进战斗机、轰炸机、直升机、教练机、无人机、水上飞机等各类型飞机大型薄壁复杂结构件的研制和批生产能力；在航天产品零部件研发与制造技术方面，

形成了“地对面”、“舰对面”、“空对面”全系列型号产品的薄壁复杂舱段及直属件柔性制造系统；在发动机零部件研发与制造技术方面，形成了涵盖涡扇发动机、冲压发动机、燃气轮机等机匣组件、燃烧部件、整体涡轮的研制和批量生产能力。这些产品分别应用于沈飞、成飞等八大飞机主机厂，航空动力、航天动力等四大发动机主机厂，航天一院、二院等十大航天产品主机厂；同时公司产品亦外销波音、欧直、以色列航空等国际知名航空企业，90%以上的产品参与了飞行试验，并成为上述企业的合格供应商。

图 7：公司主要产品切入国内各大主机厂



资料来源：公司公告

截止 2017 上半年，公司拥有 105 台五轴数控机床、101 台四轴数控机床、58 台三轴数控机床、28 台复合材料零部件特种加工设备、27 台热蠕变成型机、40 台管路和接头制造设备，60 台航天系统件制造设备，15 套数字化焊接系统、18 台激光三坐标测量机等 400 余台（套）生产、检测、装配所组成的制造平台体系，在具备了大规模、多样化生产能力的同时，形成了先进装备资源的后发优势。

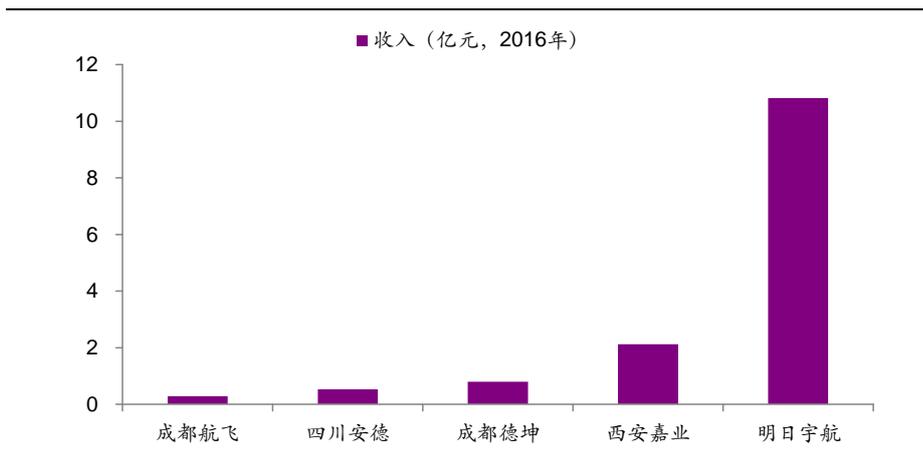
相较于国内其它民营航空航天领域零部件企业，公司规模优势明显。以各公司收购时估值金额和 2016 年收入规模来看，明日宇航已上市的同类公司中规模优势明显。

表 2：近几年被上市公司收购的航空零部件制造企业一览

收购标的	成立时间	上市公司	收购股份	收购作价 (亿元)	主营业务
明日宇航	2009.12	新研股份	100%	36.40	主要从事航空航天零部件制造，涵盖航空钣金零件的开发制造；航空精密零件数控加工；工装、模具设计制造及装配等
德坤航空	2008.12	利君股份	100%	3.70	主要从事航空飞行器零部件开发制造
成都三航	2004.03	利君股份	失败	失败	航空航天设备生产、研发、航空飞行器外挂装置等
成都航飞	2008.04	通达股份	100%	2.90	航空零部件开发制造，为国内多型歼击机、教练机、大型运输机、无人机以及导弹制造配套精密零件
嘉业航空	2004.11	神剑股份	100%	4.25	主要从事航天、航空、高速铁路、城市轨道交通列车等工装模具及金属零件、复合材料、碳纤维制品的设计及生产；航空航天地面设备的设计制造等。
安德科技	2006.01	华伍股份	100%	3.00	主营发动机机匣及反推装置及航空零部件设计加工业务
西安兴航	2011.09	春兴精工	52%	2.17	主要从事航空零部件加工及重型模具制造

资料来源：各公司收购公告

图 8：国内被上市公司收购的航空制造企业比较



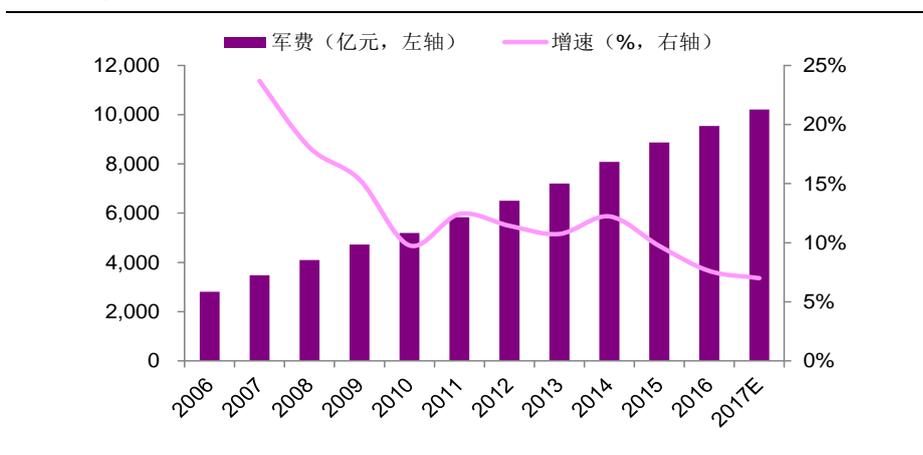
资料来源：各公司收购公告

## 2.2、深度受益空天力量建设高景气

2015 中国国防白皮书《中国的军事战略》中指出了新形势下各军兵种发展的战略转型方向：空军按照空天一体、攻防兼备的战略要求，实现国土防空型向攻防兼备型转变；中国海军应当按照近海防御、远海护卫的战略要求，逐步实现近海防御型向近海防御与远海护卫型结合转变，航母舰载机作为构建海上作战力量体系，提高战略威慑与反击的重要武器装备，也有巨大的需求增长空间；第二炮兵（火箭军）增强导弹武器的安全性、可靠性、有效性，提高战略威慑与核反击和中远程精确打击能力。

2017 年中国军费预算增幅 7% 保持稳健，虽增速略有所下降，但仍高于 GDP 增速；从绝对量来看，经历 20 年持续两位数增长后，我国已跻身全球军费开支第二大国。再考虑随军队战略调整，海空军作为我国军队装备的相对短板和重点投入方向，在细分领域如运输机、直升机、战斗机、导弹等景气度更高，我们预计其投入增速在两位数以上。公司做为中上游航空航天零部件研制的龙头企业，将持续深度受益我国空天力量建设高景气。

图 9：中国军费及增速



资料来源：Wind

## 2.3、积极拓展更具潜力民机领域

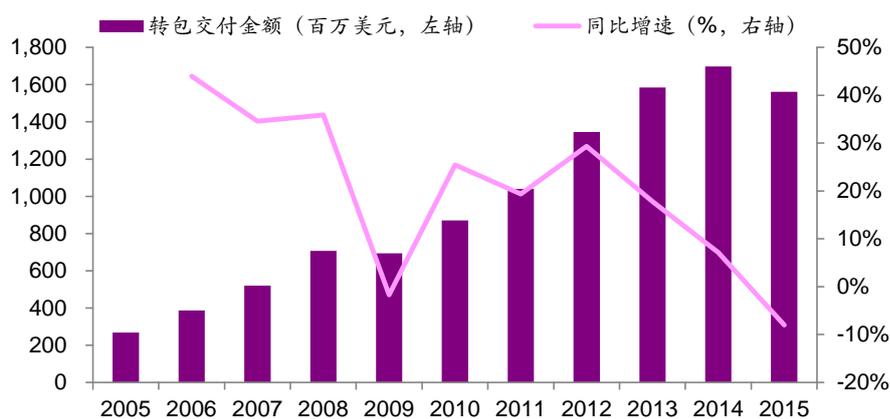
未来20年全球民用航空制造市场需求5.6万亿美元。根据波音公司2015年发布的市场预测报告，未来20年全球将需要38050架新飞机，价值5.6万亿美元，其中，包括中国在内的亚洲市场将继续引领全球未来20年的飞机交付总量，预计未来20年交付14330架飞机，占全球总需求的1/3以上。国际航空转包生产大致分为3个层级。

中国民用航空零部件转包业务已达到100亿元规模。参与航空转包生产在获取经济效益的同时，还可获得国际先进航空制造商技术、管理方面的先进经验。中国航空转包生产业务起始于20世纪70年代，中国先后与美国波音、欧洲空客、加拿大庞巴迪、巴西航空工业公司等世界先进飞机制造公司以及美国通用电气公司、英国罗罗公司、美国普惠公司等发动机制造公司建立了工业合作关系，开展了广泛的航空零部件外贸转包生产，项目涉及机头、机翼、机身、尾段、舱门、发动机部件等多种产品。至2014年，中国民航产品转包交付金额达到16.98亿美元（约100亿人民币）。

美国、欧洲、日本属于第一阵营，制造商多集中在利润较高的一级承包商或风险合作商层级，以参与设计研发、工程制造、大部件集成为主；中国大陆、韩国、墨西哥、突尼斯等属于第二阵营，以机体结构件的制造为主，制造商多集中在二级承包商层级；俄罗斯、印度、马来西亚、捷克、波兰、新加坡和中国台湾等属于第三阵营，大多处于零组件供应商层级，这一层级的供应商最多。

转包业务利于公司进一步释放产能提升能力。明日宇航当前设备利用率达约80%，但从主轴转动率角度分析，由于相当部分军品多为科研试制、批量较小的特点，利用率仅35%左右。若以批生产为主，现有设备能力至少能满足20亿元的销售收入，是公司2015年销售收入的近3倍。而国际转包业务批量大的特点有助于公司提升主轴转动率，进一步释放其产能。

图 10：中国民用航空零部件转包规模及增速



资料来源：Wind

### 3、布局高通量卫星业务，期待再上新台阶

#### 3.1、中国商业航天拉开帷幕

2015年9月，经财政部批准，航天科技集团成立四维商遥公司，致力于为全球用户提供以高时空分辨率和高光谱观测能力的遥感数据服务和系统解决方案。2015年10月，我国第一颗商业高分辨遥感卫星吉林一号组星成功发射升空。同月内，首届中国商业航天高峰论坛同一天在武汉举行。2016年10月，依托航天科技集团的中国长征火箭有限公司在北京挂牌成立。

2016年10月，国防科工局党组局在《人民日报》刊文，提出积极促进商业航天发展，力争2030年跻身航天强国。“三是强化卫星综合应用，积极促进商业航天发展。探索推广政府与社会资本合作（PPP）等模式，**鼓励和引导社会力量**参与国家民用空间基础设施、卫星地面应用系统等建设运营，以及空间信息产品服务，培育“互联网+卫星应用”新业态，建立完善政府购买服务的模式，促进商业航天健康发展。”一系列事件表明，中国商业航天大幕正在拉开。

#### 3.2、HTS 在海洋、空中以及边远地区应用潜力巨大

宽带已经成为与水电路同等重要的基础设施、各国优先发展的国家战略，我国也于2013年开始实施“宽带中国”计划。卫星通信在信息网络中举足轻重。

宽带卫星通信系统所采用的高通量宽带卫星（HTS（High Throughput Satellite）），比常规通信卫星高出数十倍容量，可让用户通过卫星传输随时随地享受高速互联网服务。开发利用新频率资源、提高频率使用效率是任何通信系统扩展带宽容量的基本方式。与C、Ku频段相比Ka频段频率资源更加丰富而多点波束则可以数十倍地提高了频率利用效率两者结合使得高通量卫星容量得以百倍地增加。

高通量卫星的最大优势是降低成本。目前一颗高通量卫星的总容量超过100Gbit/s，但卫星建造、火箭发射、发射保险的费用与传统卫星持平，每Gbit/s的投资已经降到400~500万美元，仅是一颗传统FSS卫星的1/50。由此，高通量卫星网络的带宽成本可以与地面网络的带宽成本相当。高通量卫星已成为卫星通信的发展方向，根据欧洲咨询公司(Euroconsult)预测，至2023，全球高通量卫星占全球总卫星带宽容量需求将从2013年的17%提升近50%。

表 3：HTS 卫星与 FSS 卫星比较

	投资成本	工作频段 GHz
Ka 频段 HTS 卫星	每 Gbit/s 的投资约 400~500 万美元	26.5-40
Ku 频段 HTS 卫星		12.4-18.0
C 频段 HTS 卫星		3.95-8.2
FSS 卫星	每 Gbit/s 的投资约 8~10 亿美元	

资料来源：财联社

### 3.3、公司第一时间布局，期待打造新增长点

公司于2016年10月出资5500万发起明日宇航卫星工业有限公司，公司持股55%，进军商业航天领域。公司提出的高通量宽带卫星星座，采用可用带宽更宽的Ka频段，可用带宽达到3.5GHz，是传统其他频段可用带宽的近5倍之多，与常规通信卫星（一般指C和Ku频段相比其通信容量高出数十倍，并可大幅降低用户使用卫星服务的成本，用户可享受高速互联网和超高清视频等服务；卫星性能技术指标高，可支持天线口径小到0.3米卫星终端，可为海事、航空机载、陆地“动中通”和边远地区宽带接入提供优质、高效、成本低廉的卫星资源和宽带通信服务。

### 4、第二期员工持股落地，激发动力彰显信心

公司2016年12月10日公告拟设立第二期员工持股计划，共筹资金额2亿元，后续将全额认购信托公司专为本次员工持股计划设立的信托计划，按照不超过2:1比例设立优先级份额和一般级份额，整个信托计划募集金额不超过6亿，主要投资范围为直接或间接购买并持有上市公司股票。本次员工持股计划的股票来源为通过二级市场购买或大宗交易取得，锁定期12个月。

本次员工持股计划的参加对象包括公司部分董事、监事、高级管理人员、上市公司及下属子公司的核心及骨干员工。其中，上市公司董事、监事及高级管理人员共五人参加，张舜、胡鑫、刘佳春、王晓昱、曹钟滢均为航空航天业务线核心骨干，与上市公司利益高度一致，将有利于进一步激发动力，同时亦彰显其对上市公司信心。

截止2017年6月16日，公司二期员工持股计划已通过二级市场购买的方式累计买入公司股票3680万股，占公司总股本的2.47%，成交均价为15.64元/股。购买股票将锁定12个月，锁定期为2017年6月18日至2018年6月18日。

### 5、农机业务处于调整中，对业绩贡献已至冰点

公司农机板块子公司专业从事中高端农牧机械的研发、设计、生产和销售，致力于我国农业机械化发展急需解决的农牧机械装备及替代国外进口的中高端农牧机械装备的研制，现已形成自走式玉米收获机、青（黄）贮饲料收获机、秸秆饲料收获打捆装备、大型耕整地机械、特色农产品加工机械、林果机械及经济作物收获机械等七大系列近40个产品

农机行业当前处于震荡调整期，据国家统计局统计，2016年全年生产大型拖拉机62979台，下降18.92%；生产中拖566914台，下降6.59%；生产小拖1355299台，下降2.85%；玉米收获机生产95033台，下降24.17%。主要原因在于，一是农机购置补贴政策额度的调整，发动机“国二”向“国三”升级，各地农机市场大幅下滑，农机子公司对部分产品进行打折销售。二是全国玉米种植面积调减，国家将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制，标志长达8年的玉米临时收储政策退出了历史舞台。

受行业整体调整影响，公司农机业务亦出现显著调整。2016 年收入同比下滑 11.51%，毛利率下滑 13.3%。2016 年公司实现归母净利润 2.51 亿元，其中明日宇航实现净利润 2.64 亿元，农机业务对公司业绩贡献已至冰点。我们认为，短期公司农机业务受行业影响仍处于逐步调整趋势中，中期看，公司农机业务专注于中高端，多种产品成功完成进口替代，未来有望在行业调整后逐步趋于稳定，且依托新疆区位优势，有望从一带一路发展中受益。

## 6、盈利预测与投资建议

受益我国空天力量建设的高景气，同时公司产能快速释放承接大量需求，军品业务正处于快速上升通道。明日宇航被收购时做出 2015-17 年 1.7、2.4、4.0 亿元的业绩承诺。2015 年明日宇航实际完成净利润 1.88 亿元，超过承诺 11%。2016 年在军品业务继续扩张同时，国际转包业务平台的逐步搭建，且新收购或参股公司的复材、新材料公司，切入 C929、C919 改民机研制任务，实现收入 80% 以上增长，完成净利润 2.64 亿元，再次超过承诺 10%。我们认为，受益航空航天领域高景气和航空民品领域拓展，明日宇航将继续保持快速增长，预计 2017-19 年收入增速 50%、35%、25%，毛利率分别为 45%、45%、45%。

农机行业当前正处于低潮，高端农机企业有望在调整整合中胜出。公司长期专注于中高端农机业务中长期发展，以高附加值、高技术含量及替代进口农牧机械产品为主导，经历调整后有望逐步趋于稳健，预计 2017-19 年增速分别为 -20%、-12%、0%，毛利率水平分别为 20%、22%、24%。

表 4：公司业务分项预测

主营收入 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
航空航天	1,082.97	1624.46	2193.01	2741.27
农机及相关	708.44	566.75	498.74	498.74
<b>营收增速</b>				
航空航天	81.20%	50.0%	35.0%	25.0%
农机及相关	-11.51%	-20.0%	-12.0%	0.0%
<b>毛利率</b>				
航空航天	43.3%	45.0%	45.0%	45.0%
农机及相关	17.9%	20.0%	22.0%	24.0%
<b>主营成本 (百万元)</b>				
航空航天	613.97	893.5	1206.2	1507.7
农机及相关	581.66	453.4	389.0	379.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

公司在同类企业中优势突出，且在航空航天军品做大做强的同时，着手布局空间更大民用航空制造市场，并进入远景广阔的商业航天领域，近可看业绩高速增长，中远期亦具备新成长潜力。预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.31、0.43、0.55 元/股，考虑公司目前业绩几乎全部由航空航天业务贡献，参考航空航天零部件领域民营上市公司估值水平，给予公司 12 个月目标价格 14 元，首次覆盖，给予增持评级。

表 5：航空航天零部件领域民营上市公司估值比较

公司名称	收盘价	EPS				PE			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
神剑股份	6.89	0.20	0.21	0.27	0.35	35	33	26	20
华伍股份	10.63	0.13	0.22	0.30	0.42	82	50	35	25
<b>平均</b>						<b>35</b>	<b>41</b>	<b>31</b>	<b>22</b>
新研股份	12.31	0.25	0.31	0.43	0.55	49	40	29	22

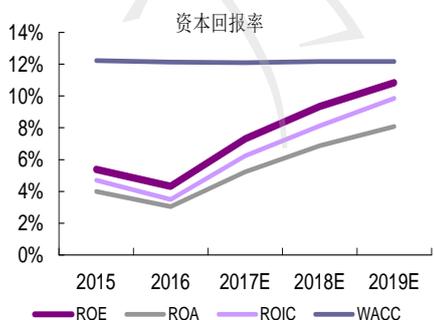
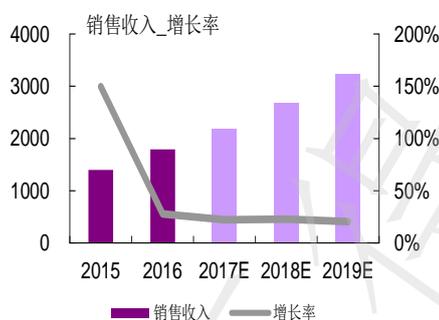
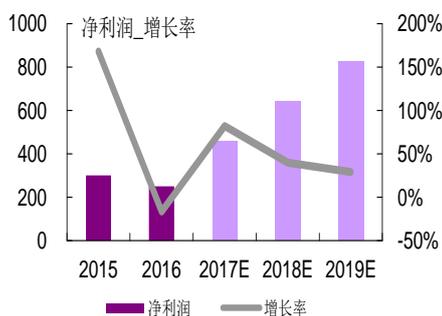
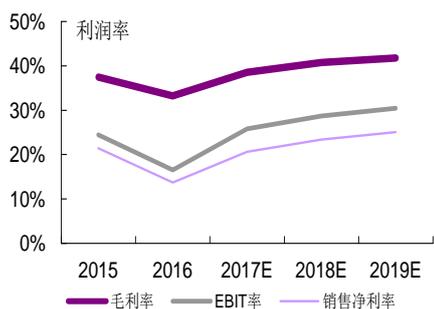
资料来源：wind 一致预期，光大证券研究所预测，数据截止 20170901

## 7、风险提示

军品订单交付结算的季节性原因导致业绩波动；

新技术新产品研发进度低于预期；

商业航天领域政策推进进度不及预期，以及航发发射失败风险。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,401</b>	<b>1,791</b>	<b>2,191</b>	<b>2,692</b>	<b>3,240</b>
营业成本	876	1,196	1,347	1,595	1,887
折旧和摊销	50	166	209	216	221
营业税费	2	19	22	27	32
销售费用	64	54	59	67	78
管理费用	96	189	175	202	227
财务费用	11	36	58	60	56
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>334</b>	<b>261</b>	<b>509</b>	<b>713</b>	<b>931</b>
<b>利润总额</b>	<b>349</b>	<b>291</b>	<b>531</b>	<b>739</b>	<b>956</b>
少数股东损益	0	-6	-6	-11	-12
<b>归属母公司净利润</b>	<b>300.75</b>	<b>250.94</b>	<b>457.14</b>	<b>639.89</b>	<b>824.80</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>7,527</b>	<b>8,060</b>	<b>8,644</b>	<b>9,155</b>	<b>10,047</b>
流动资产	2,473	2,596	3,091	3,768	4,851
货币资金	1,095	925	1,096	1,346	1,955
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	814	1,119	1,368	1,681	2,023
应收票据	80	111	135	166	200
其他应收款	14	6	8	10	12
存货	373	330	373	443	526
可供出售投资	0	4	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	7	8	8	8	8
固定资产	1,368	1,520	1,462	1,375	1,248
无形资产	301	310	295	280	266
<b>总负债</b>	<b>1,876</b>	<b>2,157</b>	<b>2,315</b>	<b>2,243</b>	<b>2,385</b>
无息负债	847	861	925	1,058	1,209
有息负债	1,029	1,296	1,391	1,184	1,176
<b>股东权益</b>	<b>5,651</b>	<b>5,903</b>	<b>6,329</b>	<b>6,912</b>	<b>7,662</b>
股本	1,490	1,490	1,490	1,490	1,490
公积金	3,502	3,505	3,551	3,615	3,697
未分配利润	585	799	1,185	1,716	2,396
少数股东权益	60	86	81	69	57

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>540</b>	<b>191</b>	<b>468</b>	<b>611</b>	<b>765</b>
净利润	301	251	457	640	825
折旧摊销	50	166	209	216	221
净营运资金增加	846	460	440	543	597
其他	-657	-686	-638	-788	-878
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-972</b>	<b>-605</b>	<b>-297</b>	<b>-49</b>	<b>-29</b>
净资本支出	-561	-602	-50	-50	-30
长期投资变化	7	8	0	0	0
其他资产变化	-417	-12	-247	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>978</b>	<b>241</b>	<b>0</b>	<b>-312</b>	<b>-127</b>
股本变化	1,130	0	0	0	0
债务净变化	1,029	267	94	-206	-8
无息负债变化	703	14	64	134	151
<b>净现金流</b>	<b>547</b>	<b>-173</b>	<b>171</b>	<b>250</b>	<b>609</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	149.78%	27.86%	22.32%	22.84%	20.37%
净利润增长率	168.12%	-16.56%	82.17%	39.98%	28.90%
EBITDA/EBITDA 增长率	201.35%	17.69%	67.40%	27.51%	22.14%
EBIT/EBIT 增长率	207.96%	-13.56%	90.84%	36.48%	27.67%
<b>估值指标</b>					
PE	61	73	40	28	22
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	48	42	26	20	16
EV/EBIT	55	66	35	25	19
EV/NOPLAT	64	79	41	30	23
EV/Sales	14	11	9	7	6
EV/IC	3	3	3	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	37.49%	33.26%	38.53%	40.74%	41.77%
EBITDA 率	28.07%	25.84%	35.37%	36.71%	37.25%
EBIT 率	24.48%	16.55%	25.82%	28.69%	30.43%
税前净利润率	24.91%	16.24%	24.24%	27.47%	29.50%
税后净利润率 (归属母公司)	21.47%	14.01%	20.86%	23.77%	25.46%
ROA	3.99%	3.04%	5.22%	6.86%	8.09%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.38%	4.31%	7.32%	9.35%	10.84%
经营性 ROIC	4.70%	3.49%	6.24%	8.12%	9.87%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.91	2.88	2.87	3.75	4.22
速动比率	2.48	2.52	2.52	3.31	3.77
归属母公司权益/有息债务	5.43	4.49	4.49	5.78	6.47
有形资产/有息债务	4.17	3.72	3.90	5.02	5.83
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.20	0.17	0.31	0.43	0.55
每股红利	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05
每股经营现金流	0.36	0.13	0.31	0.41	0.51
每股自由现金流(FCFF)	-0.70	-0.41	0.15	0.21	0.31
每股净资产	3.75	3.90	4.19	4.59	5.10
每股销售收入	0.94	1.20	1.47	1.81	2.17

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebscn.com	
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	吕程	021-22169152	18616981623	lvch@ebscn.com	
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
杜婧瑶		010-58452038	13910115588	dujy@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wanguanfang@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13606938932	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	戚德文	021-22169152	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	