

## 航天电子（600879）/国防军工

## 航天军品增长稳健，系统级产品或成新看点

**评级：买入（首次）**

市场价格：9.29

目标价格：11

分析师：杨帆

执业证书编号：S0740517060002

电话：0755-22660861

Email：yangfan@r.qlzq.com.cn

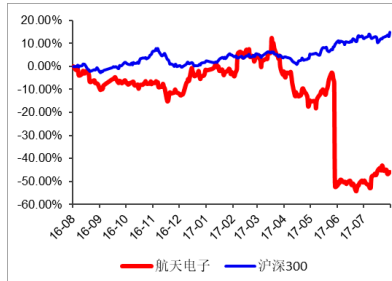
联系人：吴张爽

电话：021-51510613

Email：wuzs@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2,719
流通股本(百万股)	1,596
市价(元)	9.37
市值(百万元)	25,480
流通市值(百万元)	14,952

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5609.33	11548.06	13553.57	15839.38	18234.90
增长率 yoy%	14.43%	105.87%	17.37%	16.86%	15.12%
净利润	265.37	478.37	556.83	646.23	748.45
增长率 yoy%	7.68%	80.27%	16.40%	16.05%	15.82%
每股收益(元)	0.10	0.18	0.20	0.24	0.28
每股现金流量	0.03	-0.09	-0.41	-0.03	-0.06
净资产收益率	5.03%	5.75%	6.38%	7.01%	7.65%
P/E	93	52	46	39	33
PEG	12.50	0.66	2.79	2.46	2.15
P/B	4.58	291	2.76	2.61	2.46
备注：					

**投资要点**

- **事件：**公司发布2017年半年报，上半年实现营业收入55.83亿元，同比增长18.53%，实现归母净利润2.09亿元，同比增长30.71%。
- **公司是航天电子行业配套龙头。**公司航天类产品以配套为主，经过多年发展，已经形成航天测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航四大传统优势专业，始终在行业领域内保持国内领先水平，并保持着较高的配套比例，市场份额基本呈现稳中有升态势。2016年实施重大资产重组，新增电线电缆业务，主业进一步拓展，形成测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航和电线电缆五大业务板块，盈利能力提升，业绩实现较大增长。
- **受益我国航天产业快速发展，公司航天军品收入保持增长。**公司主要业务隶属于航天产业，该产业是国家战略性新兴产业，目前处在高速发展期。2016年，公司完成了长征五号、长征七号首飞以及神舟十一号与天宫二号交会对接为代表的各项科研生产任务，为近几年来承担航天型号发射任务最多的一年。相应的，公司近几年的营业收入也实现了较大幅度增长。2017年上半年，公司累计交付整机产品、电连接器、继电器、军品电路102万多只(套)，生产军用电缆6442km。从分业务收入占比来看，公司军品业务贡献绝大多数收入，2016年占比总营业收入的61%。预计未来相当长的一段时间内，军民领域仍然将是公司的主要收入来源。
- **无人机与精确制导等系统级产品有望成为未来业绩助推器。**公司总装的系统级产品包括无人机和精确制导产品。相比分系统及零部件生产，总装系统级产品毛利率较高。公司主业以配套产品为主，毛利率较低。而无人机和精确制导领域竞争优势明显，发展迅速，未来有望成为公司业绩的助推器，打造新的利润增长极。2016年，公司具有装备发展部无人机研制生产资质，是全军无人机型谱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，多个型谱无人机多次以第一名成绩中标军方采购，公司无人机产业已形成公司新的利润增长点。精确制导炸弹是航天科技集团唯一总体单位，“飞腾”系列产品具有一定的国际知名度。
- **公司作为航天九院旗下的唯一上市公司，平台价值凸显。**公司是航天九院旗下唯一的上市平台，同时也是航天科技集团航天电子专业领域整体上市试点单位。2016年通过重大资产重组注入了航天电工100%股权、时代光电58.73%股权、时代激光50%股权、时代惯性95.23%股权以及航天时代技改资产、北京兴华经营性资产及负债、陕西导航经营性资产及负债、陕西苍松惯性导航生产制造相关经营性资产及负债等九院旗下企业类资产。我们认为，若将来九院旗下资产继续注入上市公司体内，则有望进一步增厚上市公司业绩。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2017-2019年分别实现归母净利润56.83、646.23、748.45百万元，对应eps分别为0.20、0.24、0.28元/股。参考可比公司估值，同时基于我国航天产业高速发展背景以及航天九院整体上市的预期，给予公司2017年55倍估值，参考目标价11元，首次覆盖，给予买入评级。
- **风险提示：**武器装备配套市场竞争加剧风险；客户列装计划调整风险；产品研发进度和成果不及预期的风险；电线电缆行业产能过剩风险。

## 内容目录

1.公司是航天电子行业龙头 .....	- 3 -
1.1 公司的历史沿革与股权结构 .....	- 3 -
1.2 主营业务与业绩 .....	- 4 -
2.军品民品双布局，主业实现稳健发展 .....	- 8 -
2.1 受益我国航天产业快速发展，航天军品收入稳步增长 .....	- 8 -
2.2 无人机与精确制导产品有望成为未来业绩助推器 .....	- 9 -
2.3 重大资产重组完成后，民品业务进一步拓展 .....	- 10 -
3.公司是航天九院唯一上市平台 .....	- 11 -
4.盈利预测与估值 .....	- 11 -
4.1 盈利预测 .....	- 11 -
4.2 相对估值 .....	- 12 -
5.风险提示 .....	- 12 -

## 图表目录

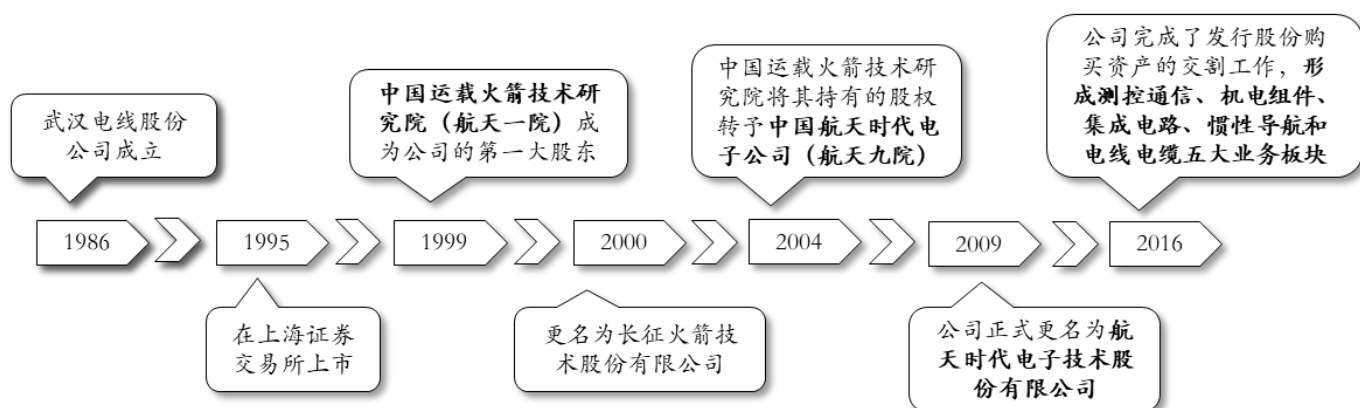
图表 1：公司的发展历程 .....	- 3 -
图表 2：公司的股权结构 .....	- 4 -
图表 3：公司的主要产品 .....	- 5 -
图表 4：公司四大传统优势主业 .....	- 6 -
图表 5：公司及子公司取得的武器承制资质 .....	- 6 -
图表 6：近三年营收及增速 .....	- 7 -
图表 7：近三年净利润及增速 .....	- 7 -
图表 8：公司专利申请数量趋势图 .....	- 7 -
图表 9：我国航天发射次数与公司营收关系 .....	- 8 -
图表 10：公司分业务收入占比（2016 年） .....	- 9 -
图表 11：公司军品与民品收入及增速（2016 年） .....	- 9 -
图表 12：公司的无人机产品示例 .....	- 10 -
图表 13：飞腾-5 型制导炸弹 .....	- 10 -
图表 14：2015、2016 年民用产品收入对主营业务收入贡献率 .....	- 10 -
图表 15：航天科技集团整体资产证券化率较低 .....	- 11 -
图表 16：可比公司估值表 .....	- 12 -
图表 17：报表摘要 .....	- 13 -

## 1. 公司是航天电子行业龙头

### 1.1 公司的历史沿革与股权结构

- 历史沿革：**公司前身是 1986 年 11 月设立的武汉电线股份公司，1995 年 11 月在上海证券交易所挂牌交易。1999 年中国运载火箭技术研究院（航天一院）通过受让股权的方式成为公司第一大股东，公司更名为长征火箭技术股份有限公司。2004 年航天一院将其持有的公司股份以行政划转至中国航天时代电子公司（航天九院），此后公司的控股股东变更为航天九院，实际控制人仍为中国航天科技集团。2009 年正式更名为航天时代电子技术股份有限公司。
- 完成重大资产重组，形成五大业务板块。**2016 年，公司以每股 16.47 元向航天时代、北京兴华、陕西苍松、陕西导航、航天创投、中国建投、恒隆景、镇江国投和上缆所共计发行 1.83 亿股股票，收购上述单位所持有的航天电工 100% 股权、时代光电 58.73% 股权、时代激光 50% 股权、时代惯性 95.23% 股权以及航天时代技改资产、北京兴华经营性资产及负债、陕西导航经营性资产及负债、陕西苍松惯性导航生产制造相关经营性资产及负债。2017 年 2 月，公司成功完成发行股份募集配套资金工作，共募集资金 22.58 亿元。完成收购后，公司形成测控通信、机电器件、集成电路、惯性导航和电线电缆五大业务板块。

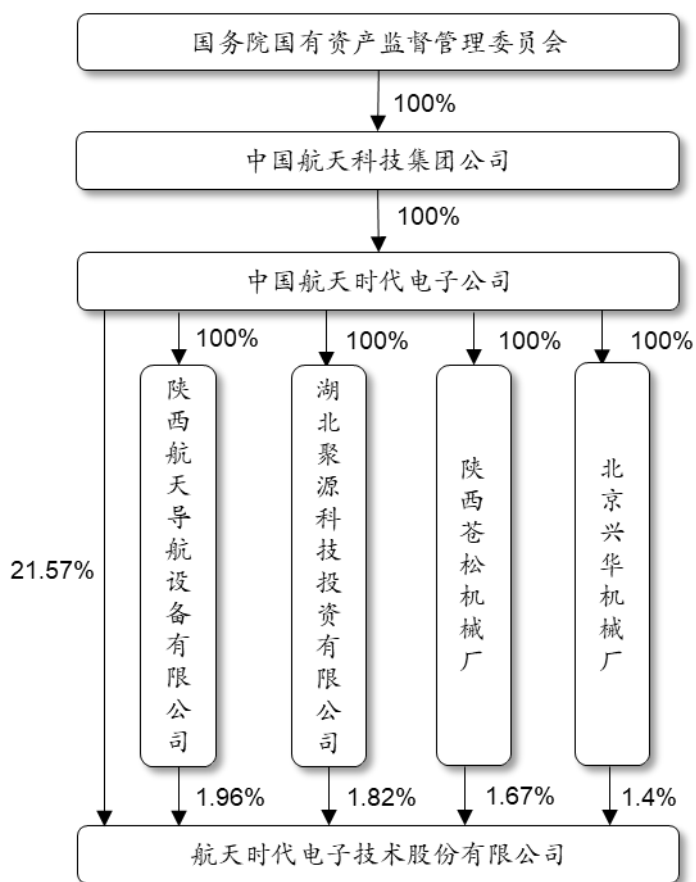
图表 1：公司的发展历程



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- 股权结构：**航天时代（即为航天九院）持有公司 21.57% 股权，并通过陕西导航、湖北聚源分别持有公司 1.96%、1.82% 股权，合计持股 25.35%，为公司控股股东。航天科技集团持有航天时代 100% 出资，为公司实际控制人。公司在军品领域的主要子公司包括航天长征、上海航天、航天精密等公司，民品领域主要有普利门、时代民芯等公司。

图表 2: 公司的股权结构

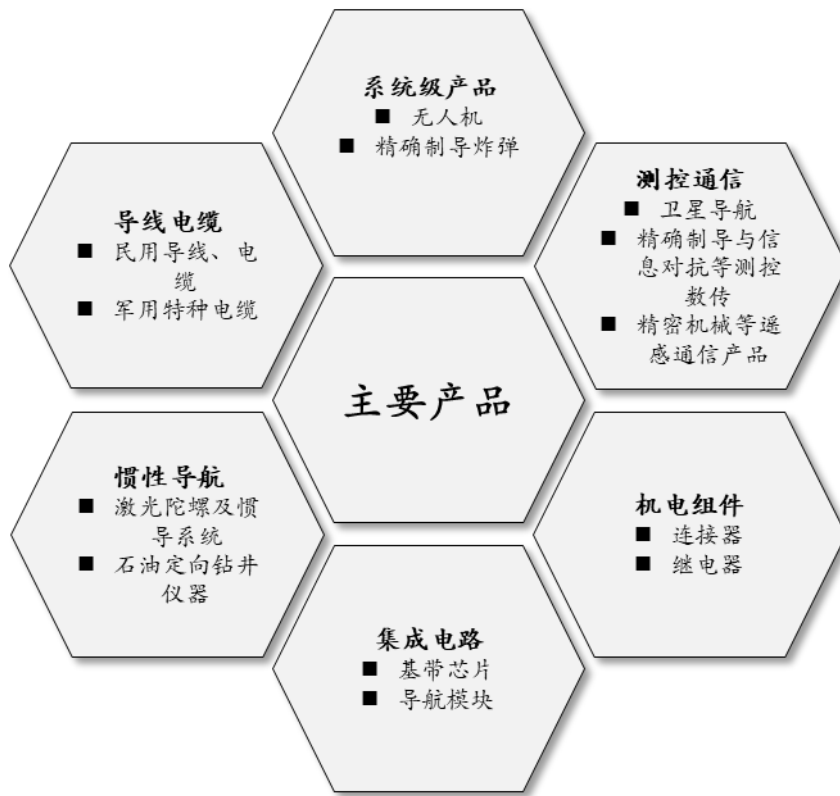


来源: 公司公告, 公司官网, 航天科技集团官网, 中泰证券研究所

### 1.2 主营业务与业绩

- 公司主业为航天专用电子产品、系统级产品及电线、电缆产品的研发生产。产品主要包括军民用无人机系统、精确制导武器系统、物联网应用系统、测控通信系统、遥感信息系统、卫星应用、军民用惯性导航产品、卫星导航产品、计算机技术及软硬件开发、军民用集成电路、军民用机电组件产品、航天技术应用及产品开发等。其中，航天产品主要应用于运载火箭、飞船、卫星等航天领域；电线、电缆产品包括民用导线、电缆及军用特种电缆。

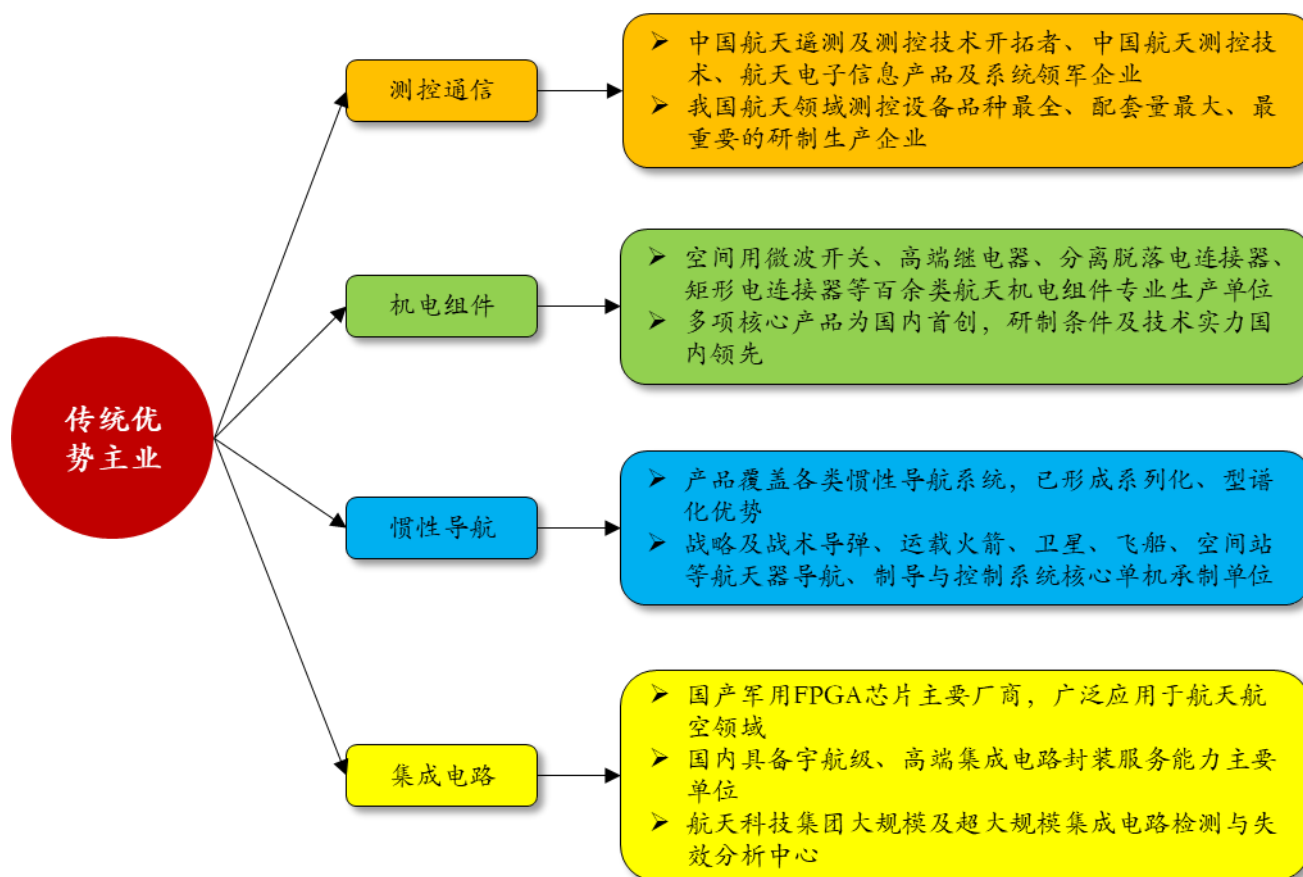
图表 3: 公司的主要产品



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- **公司是航天电子配套龙头，四大传统优势主业国内领先。**公司航天类产品以配套为主，航天测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航等是公司传统优势专业，始终在行业领域内保持国内领先水平，并保持着较高的配套比例，市场份额基本呈现稳中有升态势。其中测控通信领域领先优势明显，是我国航天领域测控设备品种最全、配套量最大的研制生产企业。机电组件多项核心产品为国内首创，研制条件及技术实力国内领先。惯性导航产品覆盖各类惯性导航系统，是战略及战术导弹、运载火箭、卫星、飞船、空间站等航天器导航、制导与控制系统核心单机承制单位。集成电路方向，具备宇航级、高端集成电路封装服务能力。

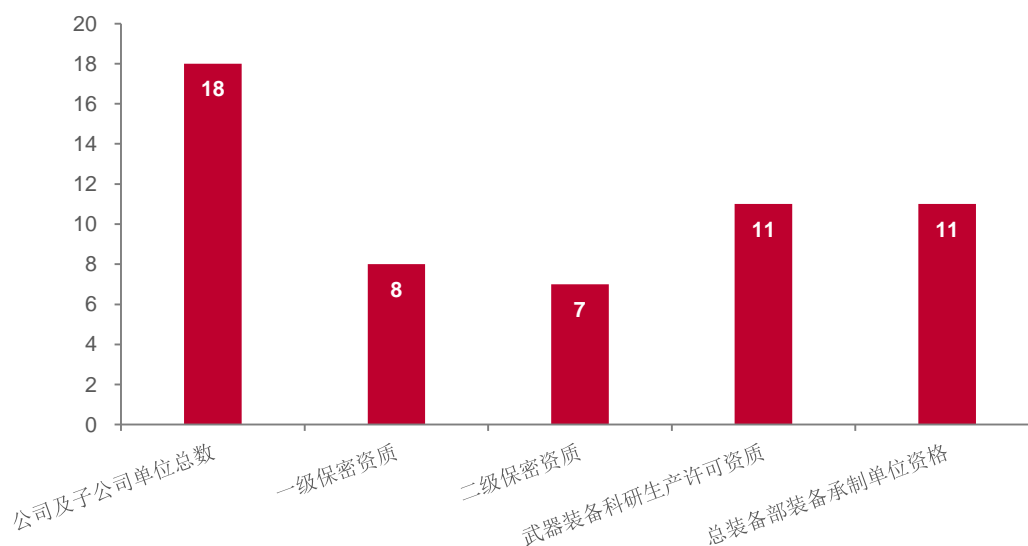
图表 4：公司四大传统优势主业



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司及旗下子公司资质完备。**公司本部及多家子公司拥有武器装备科研生产许可资质、总装承制资格和国家一级、二级保密资质，使得公司具备了承担各类航天和军工型号产品生产及配套任务的资格和能力，拥有完善的研发、生产和试验等保障条件，能够及时有效满足各类用户需求。2017年上半年，公司本部及控股子公司共5家单位通过了新一轮国家保密资质认定现场审查。

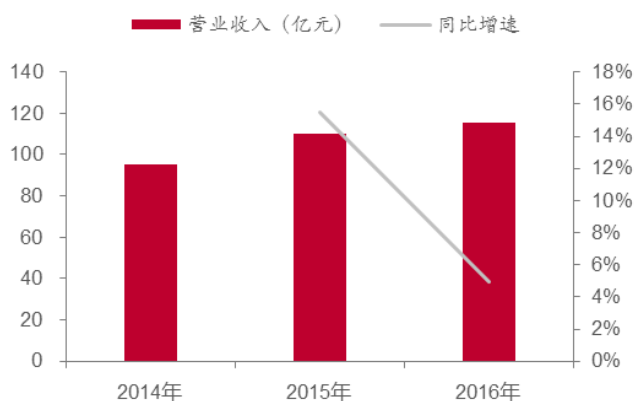
图表 5：公司及子公司取得的武器承制资质



来源：公司公告，中泰证券研究所

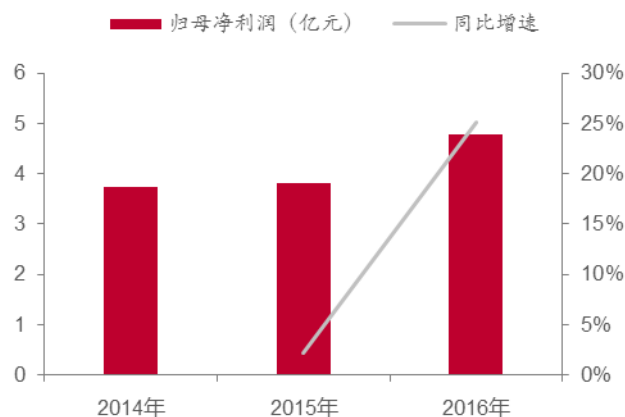
- **业绩增长向好。**公司自 2016 年完成重大资产重组之后，主业进一步拓展，形成测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航和电线电缆五大业务板块，盈利能力提升，业绩实现较大增长。

**图表 6：近三年营收及增速**



来源：公司公告，中泰证券研究所（注：2014、2015 为追溯重述数）

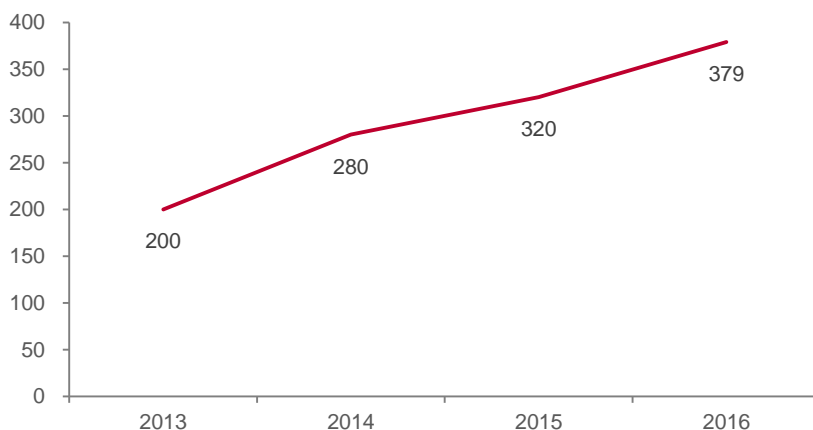
**图表 7：近三年净利润及增速**



来源：公司公告，中泰证券研究所（注：2014、2015 追溯重述数）

- **持续的研发投入使公司创新成果频出。**公司一体化测控终端、抗干扰接收机、林业探测激光雷达、天线调谐系统、水下剪切分离、电动防短路、分离脱落产品消反峰等多项技术取得突破，进一步稳固了公司在卫星导航、测控通信等相关领域的领军地位。公司成功中标陆地生态系统碳监测卫星载荷，获得激光雷达配套资格，将承担我国首个星载激光雷达的研制任务；承研的某星间测量分系统正式立项，将填补我国星载技术多项空白，标志着我国星间相对状态测量技术达到国际先进水平；以云雨测量雷达及应用技术为代表的四个重点项目成功进入国家项目储备库；成功入围“海洋环境安全保障”专项，为微波遥感、激光遥感等技术应用于海洋监测领域并实现海洋装备国产化提供了重要机遇；“多维临场感遥操作机电系统”获集团公司科技创新专项支持，将满足反恐、处理突发事件、危害监测等领域对无人系统装备的应用需求。

**图表 8：公司专利申请数量趋势图**



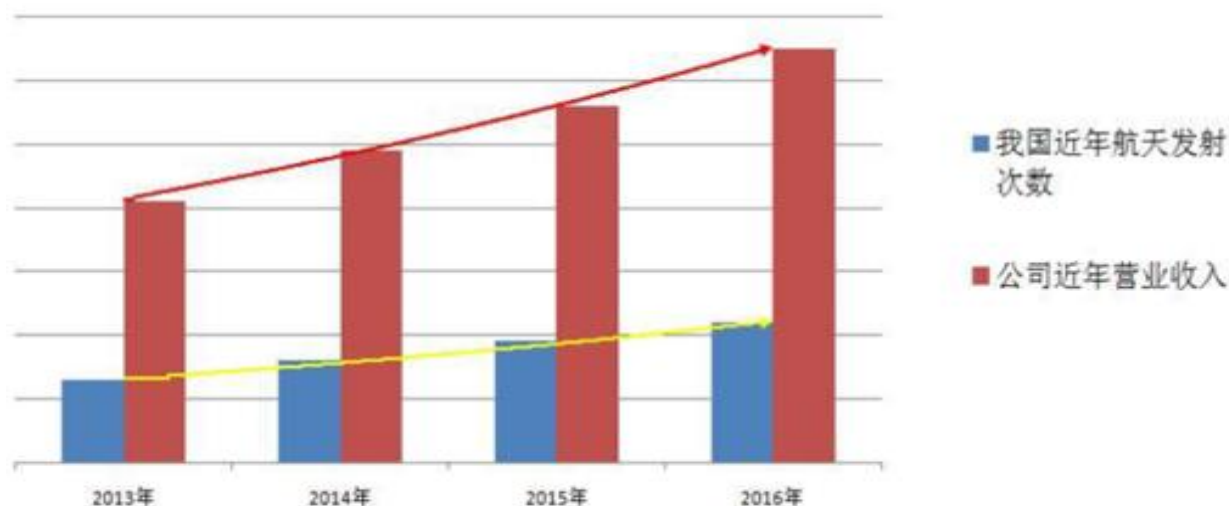
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 2. 军品民品双布局，主业实现稳健发展

### 2.1 受益我国航天产业快速发展，航天军品收入稳步增长

- **我国航天产业发展迅速，提振相关设备与服务需求。**公司主要业务隶属于航天产业，该产业是国家战略性产业，是维护国家主权领土完整和政治安全的重要保障。预计未来很长一段时期内，国家将继续实施载人航天、月球探测、高分辨率对地观测系统、卫星导航定位系统、火箭等航天重大科技工程以及一批重点领域的优先项目，这将带动航天技术的迅猛发展，航天器制造、发射、地面设备设施、武器装备、卫星及航天应用服务产业市场需求大。
- **2016 年，公司完成了长征五号、长征七号首飞以及神舟十一号与天宫二号交会对接为代表的各项科研生产任务，为近几年来承担航天型号发射任务最多的一年。**相应的，公司近几年的营业收入也实现了较大幅度增长。

图表 9：我国航天发射次数与公司营收关系

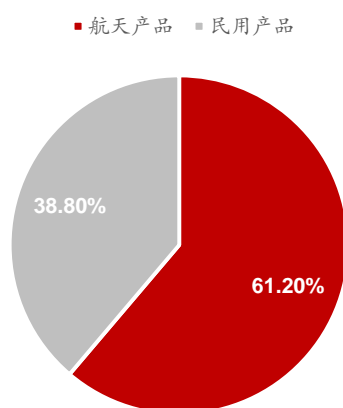


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **军品业务贡献主要收入。**2017 年上半年，公司累计交付整机产品、电连接器、继电器、军品电路 102 万多只(套)，生产军用电缆 6442km。从分业务收入占比来看，公司军品业务贡献绝大多数收入，2016 年占比总营业收入的 61%。预计未来相当长的一段时间内，军民领域仍然将是公司的主要收入来源。

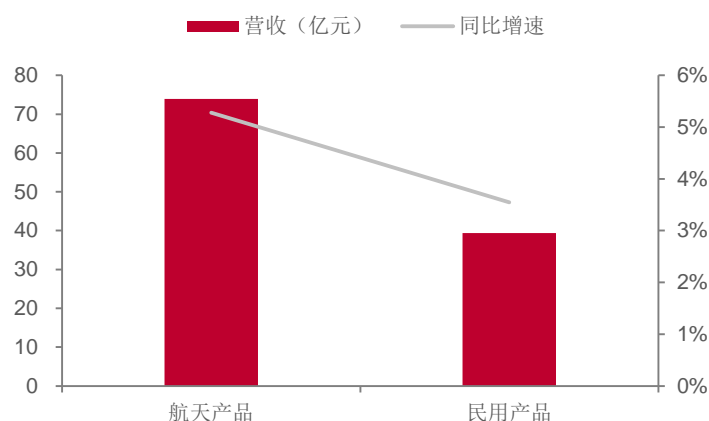


图表 10：公司分业务收入占比（2016 年）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：公司军品与民品收入及增速（2016 年）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司不断加快市场开拓步伐。**其中，针对国家在商业卫星领域发展多元化的现状，开拓了中国科学院商业卫星领域市场，有多家控股子公司承担了中国科学院多颗卫星型号研制任务，目前正在开展星间链路、有效载荷产品的合作洽谈；在船舶领域，建立了与中船重工集团多家研究所的渠道关系，实现了某型鱼雷、水雷等项目配套产品的批产；参研了某新型水雷、前沿电磁系统等研制项目；跟踪了某型无人机、无人艇、某大型民用供电项目等背景项目；在航空领域，公司与中航工业集团多家研究所建立了合作关系，实现了多型空空导弹项目配套产品的批产；参研了国内大部分军用飞机、直升机、运输机等型号项目；在兵装领域，公司成功拓展了中国兵器工业集团多家研究所及工厂的渠道关系，实现了某型导弹及其发射车车载设备项目配套产品的批产；跟踪了某型飞弹、无人机型号立项研制工作。
- 公司加快了航天应用产业发展，并取得丰硕成果。**其中，公司电线电缆产业坚持市场向大客户集中发展导向，加强与国家电网、南方电网、神华集团、华能集团、许继集团、华源电力、中铁四局等单位业务联系，成功斩获“昌吉—古泉”特高压直流工程项目订单，与中铁四局签订地铁电缆供货合同，成功中标巴基斯坦风力发电项目电力电缆采购合同，与华能集团、神华集团境外项目供货并签订外贸订单，与新能源领域龙头企业广东明阳风电产业集团有限公司、协鑫集成科技股份有限公司签订了新能源电力电缆供货合同，在新能源领域保持领先地位。

## 2.2 无人机与精确制导产品有望成为未来业绩助推器

- 公司总装的系统级产品包括无人机和精确制导产品。**相比分系统及零部件生产，总装系统级产品毛利率较高。公司主业以配套产品为主，毛利率较低。而无人机和精确制导领域竞争优势明显，发展迅速，未来有望成为公司业绩的助推器，打造新的利润增长极。
- 无人机系统应用广泛。**无人机系统产品已广泛应用于电子侦察、目标定位、空中定点投放、气象/水文信息探测、遥感测绘、人工增雨、人影作业、森林防火、预警监测、反恐处突、管线监测、生态环境监测等军民应用领域，为用户提供了一种快速进行数据获取、处理、应用分析一体化

的新型遥感手段，并将成为众多指定范围、危险地域遥感监测任务的最好选择。

- **无人机产业已形成公司新的利润增长点。**2015年，公司无人机产品成功中标神华集团地质勘查项目，实现了无人机系统在地质勘查市场的突破；公司成功入选公安部警用无人机产品国内供应商名录；完成对国家海洋环境监测中心长航时无人机系统的交付，获得用户好评，相关产品的国际市场开拓取得突破性成果。2016年，公司具有装备发展部无人机研制生产资质，是全军无人机型谱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，多个型谱无人机多次以第一名成绩中标军方采购，公司无人机产业已形成公司新的利润增长点。
- **精确制导炸弹是航天科技集团唯一总体单位。**该产品具有小型化、高精度、复合模式、低成本、智能化、模块化、系列化明显优势，公司“飞腾”系列产品具有一定的国际知名度。

图表 12：公司的无人机产品示例



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 13：飞腾-5 型制导炸弹

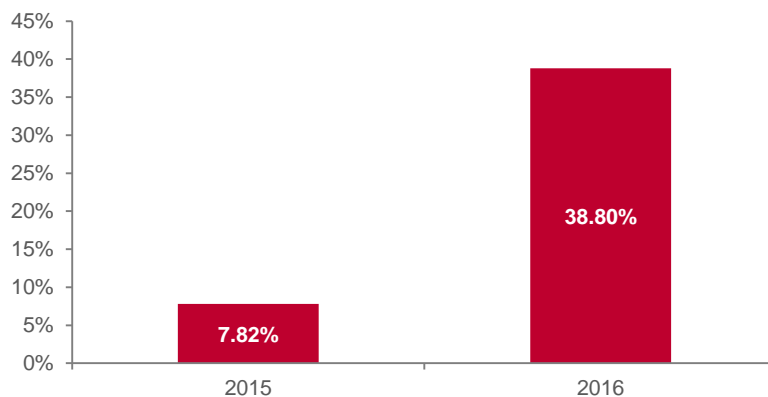


来源：观察者网，中泰证券研究所

### 2.3 重大资产重组完成后，民品业务进一步拓展

- 2016年重大资产重组完成后，民品收入显著提升。主要是因为2016年新增民用电线电缆业务。2015年，公司民品收入占比不足8%，2016年新增民用电线电缆业务增厚业绩贡献后，收入占比提升至近40%。

图表 14：2015、2016 年民用产品收入对主营业务收入贡献率



来源：wind，中泰证券研究所

### 3.公司是航天九院唯一上市平台

- **军工混改、军民融合、院所改制加速推进。**2017年6月20日，军民融合发展委员会的第一次会议召开，凸显军民融合的国家战略地位。7月7日，国防科工局启动首批41家军工科研院所改制工作。我们认为这些举措彰显了上层对于军工改革的决心，院所改制和军民融合有加速推进的趋势。
- **航天科技集团整体资产证券化率较低。**在各大军工集团中，航天科技集团的整体资产证券化率目前处于较低水平，不足20%，与中国电子、中航工业、兵器装备等军工集团相比，仍有较大的提升空间。

**图表 15：航天科技集团整体资产证券化率较低**



来源：中泰证券研究所

- **公司作为航天九院旗下的唯一上市公司，平台价值凸显。**航天九院即中国航天基础电子技术研究院，隶属中国航天科技集团，是在中国航天时代电子公司的基础上组建而成，是航天电子专业大型科研生产联合体。拥有多个辖属单位，分布在北京、上海、重庆、陕西、杭州、武汉、桂林、郑州等省市。**公司是航天九院旗下唯一的上市平台，同时也是航天科技集团航天电子专业领域整体上市试点单位。**2016年通过重大资产重组注入了航天电工100%股权、时代光电58.73%股权、时代激光50%股权、时代惯性95.23%股权以及航天时代技改资产、北京兴华经营性资产及负债、陕西导航经营性资产及负债、陕西苍松惯性导航生产制造相关经营性资产及负债等九院旗下企业类资产。**我们认为，若将来九院旗下资产继续注入上市公司体内，则有望进一步增厚上市公司业绩。**

### 4.盈利预测与估值

#### 4.1 盈利预测

- **关键假设：(1) 航天军用产品：**仍然是公司主要的收入来源，预计毛利率维持在19%-20%区间，收入增速维持15%左右；**(2) 民用产品：**预计毛利率维持13%以上，收入增速维持在15%-20%区间。
- **盈利预测：**根据上述假定，我们预计公司2017-2019年分别实现归母净利润556.83、646.23、748.45百万元，对应eps分别为0.20、0.24、0.28元/股。

## 4.2 相对估值

**图表 16: 可比公司估值表**

股票代码	公司简称	最新价	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600118.SH	中国卫星	28.00	0.38	0.43	0.47	73.68	64.43	58.35
000547.SZ	航天发展	12.05	0.25	0.30	0.36	48.20	39.30	32.87
600372.SH	中航电子	16.98	0.32	0.37	0.42	53.06	45.04	39.70
600562.SH	国睿科技	26.39	0.59	0.75	0.91	44.73	36.65	30.24
600990.SH	四创电子	58.13	1.29	1.63	2.02	45.06	36.39	29.44
	平均值					52.95		
	中位数					48.20		

来源: wind, 中泰证券研究所 (最新价为 2017 年 9 月 6 日收盘价)

- 相对估值:** 我们预计公司 2017-2019 年分别实现归母净利润 556.83、646.23、748.45 百万元, 对应 eps 分别为 0.20、0.24、0.28 元/股。参考可比公司估值, 同时基于我国航天产业高速发展背景以及航天九院整体上市预期, 给予公司 2017 年 55 倍估值, 参考目标价 11 元, 首次覆盖, 给予买入评级。

## 5. 风险提示

- 武器装备配套市场竞争加剧风险:** 2017 年军队改革继续深入推进, 武器装备竞争性采购范围进一步扩大, 公司将面临竞争进一步加剧的风险。
- 客户列装计划调整风险:** 军队改革和武器装备采购政策调整, 带来列装计划调整的风险。
- 产品研发进度和成果不及预期的风险:** 根据航天产品对技术"高、精、尖"的要求, 公司需要投入大量经费用于新技术研究和新产品开发, 由于技术新、指标要求高等影响, 研发攻关能否按计划完成存在风险。
- 电线电缆行业产能过剩风险:** 由于我国电线电缆行业产能不断扩张, 同质化竞争比较严重, 特别是电线电缆产品中低端低附加值产品产能处于较为严重过剩状态。

**图表 17: 报表摘要**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11548.06	13553.57	15839.38	18234.90	净利润	506.62	589.71	684.38	792.64
营业成本	9552.70	11268.64	13178.19	15171.20	折旧与摊销	274.75	679.82	701.60	712.49
营业税金及附加	34.38	67.77	79.20	91.17	财务费用	182.48	5.39	7.49	10.02
销售费用	200.42	264.29	293.03	337.35	资产减值损失	54.34	20.00	20.00	20.00
管理费用	1010.91	1281.39	1512.47	1723.81	经营营运资本变动	-4756.31	-2371.07	-1487.52	-1676.35
财务费用	182.48	5.39	7.49	10.02	其他	3486.16	-30.22	-17.98	-19.31
资产减值损失	54.34	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	-251.97	-1106.37	-92.03	-160.50
投资收益	0.92	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1809.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1441.56	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-368.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	513.76	646.09	748.99	881.35	短期借款	3786.10	7164.11	1412.08	1555.80
其他非经营损益	71.55	57.84	62.72	60.89	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	585.31	703.93	811.71	942.23	股权融资	2326.44	17.20	0.00	0.00
所得税	78.70	114.22	127.38	149.59	支付股利	-103.95	-124.93	-169.66	-187.52
净利润	506.62	589.71	684.33	792.64	其他	-5342.01	-64.91	-7.49	-10.02
少数股东损益	28.24	32.88	38.15	44.19	筹资活动现金流净额	666.58	6991.47	1234.93	1358.26
归属母公司股东净利润	478.37	556.83	646.23	748.45	现金流量净额	47.05	5885.10	1142.90	1197.76

资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	891.69	6776.79	7919.69	9117.45	成长能力				
应收和预付款项	7397.61	8162.49	9718.57	11204.06	销售收入增长率	105.87%	17.37%	16.86%	15.12%
存货	6040.28	8880.70	9903.05	11289.81	营业利润增长率	56.66%	25.76%	15.93%	17.67%
其他流动资产	10.14	11.90	13.91	16.01	净利润增长率	77.11%	16.40%	16.04%	15.83%
长期股权投资	11.06	11.06	11.06	11.06	EBITDA 增长率	69.25%	37.11%	9.52%	10.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4507.40	3915.32	3301.46	2676.71	毛利率	17.28%	16.86%	16.80%	16.80%
无形资产和开发支出	663.98	577.40	490.83	404.26	三费率	12.07%	11.44%	11.45%	11.36%
其他非流动资产	59.36	58.19	57.02	55.85	净利率	4.39%	4.35%	4.32%	4.35%
资产总计	19581.50	28393.84	31415.59	34775.21	ROE	5.75%	6.38%	7.01%	7.65%
短期借款	4378.13	11542.24	12954.32	14510.12	ROA	2.59%	2.08%	2.18%	2.28%
应付和预收款项	5268.01	6423.87	7441.01	8558.51	ROIC	4.44%	2.77%	2.90%	3.12%
长期借款	300.00	300.00	300.00	300.00	EBITDA/销售收入	8.41%	9.82%	9.21%	8.80%
其他负债	817.10	887.01	964.81	1046.00	营运能力				
负债合计	10763.24	19153.12	21660.14	24414.64	总资产周转率	0.76	0.57	0.53	0.55
股本	1222.54	2719.27	2719.27	2719.27	固定资产周转率	4.13	3.61	4.69	6.34
资本公积	4047.32	2567.79	2567.79	2567.79	应收账款周转率	3.25	2.65	2.72	2.66
留存收益	3290.68	3722.59	4199.16	4760.10	存货周转率	1.92	1.51	1.40	1.43
归属母公司股东权益	8620.08	9009.65	9486.23	10047.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.83%	—	—	—
少数股东权益	198.19	231.07	269.22	313.41	资本结构				
股东权益合计	8818.27	9240.72	9755.45	10360.57	资产负债率	54.97%	67.46%	68.95%	70.21%
负债和股东权益合计	19581.50	28393.84	31415.59	34775.21	带息债务/总负债	43.46%	61.83%	61.19%	60.66%

业绩和估值指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	970.99	1331.30	1458.09	1603.86
PE	53.26	45.76	39.43	34.04
PB	2.89	2.76	2.61	2.46
PS	2.21	1.88	1.61	1.40
EV/EBITDA	15.65	22.91	21.10	19.41
股息率	0.41%	0.49%	0.67%	0.74%

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。