

插上飞翔的翅膀

——信质电机（002664）深度报告

2017年09月25日

强烈推荐/维持

信质电机

深度报告

报告摘要：

公司是全球最大的汽车发电机定子铁芯供应商，其主导产品汽车定子铁芯已占据国内市场的80%和国际市场的20%，电动车电机铁芯国内市场连续八年销量第一。随着汽车智能化和新能源汽车的发展，预计2016-2020年的全球汽车电机出货量的年均复合增长率在9.0%左右。公司凭借突出的性价比优势和强大供货能力已进入全球电机巨头的供应体系，前五大客户稳定覆盖占据全球电机市场份额约90%的法雷奥、博世、雷米等电机巨头，未来在全球汽车电机配件市场的份额有望继续提升。同时，公司积极布局新能源汽车电机电控及配件领域，未来发展可期。

收购北航天宇长鹰股权，布局军用无人机产业高增长可期。2017.04北航天宇长鹰天启以24.2亿元受让公司26%股权成为第一大股东，实际控制人仍为尹兴满及其家族。7月公司受让北航天宇长鹰无人机49%股权，天宇长鹰主营军用无人机研制及技术服务，面向国内军方和军贸出口，已列装国内军方多年，其实际控制人为北航资产，将承接北航原有的无人机业务。北航研制了我国第一代侦察无人机“无侦五”，目前主力产品是具有隐身能力的中空远程战略侦察无人机BZK-005，被称为中国版“全球鹰”。

根据公司公告，天宇长鹰目前在手及意向订单充足，2017-2021年期间天宇长鹰合计订单量约34.6亿元，2017-2019年天宇长鹰预计实现净利润分别不低于4641.65万元、5,668.68万元、6,529.42万元。

公司盈利预测。根据公司公告，完成本次股权交割后公司将通过增资或继续收购等方式，实现取得天宇长鹰的控股权，或100%实现收购。假设天宇长鹰从2018年开始并表，我们预计公司2017-2019年营业收入为22.2亿元、27.9亿元和37.9亿元，净利润分别为2.7亿元、3.9亿元和4.3亿元，每股收益0.7元、1.0元和1.1元。按照公司两部分业务预计贡献业绩比例及参考同行业平均估值水平，我们认为给予公司2018年35倍估值较为合理，目标价为34.5元，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：电机业务下滑；无人机业务实际订单不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,508.32	1,779.57	2,224.46	2,786.03	3,787.13
增长率(%)	-2.92%	17.98%	25.00%	25.25%	35.93%
净利润(百万元)	204.08	226.41	273.76	392.41	432.15
增长率(%)	10.91%	10.94%	20.91%	43.34%	10.13%
净资产收益率(%)	13.61%	13.61%	9.96%	12.70%	12.56%
每股收益(元)	0.51	0.58	0.70	1.00	1.10
PE	56.86	50.00	40.74	28.49	25.77
PB	7.81	6.84	4.06	3.62	3.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：

陆洲

010-66554142

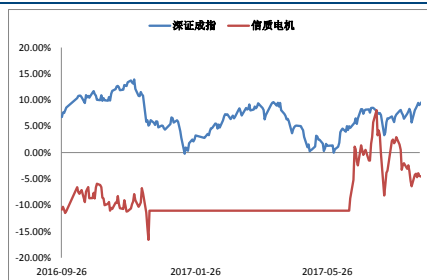
S1480517080001

luzhou@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	23.57 - 30.97
总市值(亿元)	110.81
流通市值(亿元)	96.30
总股本/流通股(非限售)	347.64/400.02
(百万股)	
流通B股/H股(万股)	

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《信质电机（002664）事件点评：天宇长鹰订单饱满，无人机增厚业绩在望》2017-08-24

目录

1. 汽车发电机定子领军企业，资本运作布局军用无人机	4
1.1 全球最大的汽车发电机定子供应商	4
1.2 稳步发展电机零部件优势领域，布局军用无人机产业	4
1.3 拟继续增资天宇长鹰，变更公司简称为“长鹰信质”	6
1.4 业绩持续提升，汽配白马特质明显	7
2. 汽车电机零部件市场空间广阔，细分龙头将充分受益	8
2.1 下游汽车市场空间广阔，关键零部件大有可为	8
2.2 世界级电机企业稳定供应商，竞争优势显著	10
3. 收购北航无人机资产，插上飞翔的翅膀	13
3.1 情报侦察是军用无人机最核心且难以替代的应用领域	13
3.2 军用无人机的未来发展趋势	14
3.3 军用无人机市场长期向好，国产品牌迎弯道超车良机	16
3.4 北航无人机在侦察领域积淀深厚，拥有中国版“全球鹰”	18
3.5 天宇长鹰订单充足，业绩增厚可期	21
4. 盈利预测及估值	21
5. 风险提示	22

表格目录

表 1: 信质电机上市以来内生外延拓展传统零配件业务概览	4
表 2: 国外军用无人机发展历程	13
表 3: 军用无人机按用途划分、作用及代表型号	13
表 4: 我国自主研发的典型军用无人机型号	20
表 5: 天宇长鹰订单情况	21
表 6: A 股同行业公司估值	22
表 6: 公司盈利预测表	23

插图目录

图 1: 公司主导产品	4
图 2: 信质电机参控股子公司情况	5
图 3: 信质电机股权结构	5
图 4: 北航资产与公司第一大股东长鹰天启股权关系示意	6
图 5: 2012-2017H1 公司收入及增速	7
图 6: 2012-2017H1 公司归母净利润及增速	7
图 7: 2017H1 公司收入结构	7
图 8: 2012-2017H1 公司毛利率、净利率及三项费用率	7
图 9: 汽车电机结构示意图	8

图 10: 一台普通电机的成本分布	8
图 11: 电机在汽车上的应用	8
图 12: 2000-2016 我国汽车销量及增速	9
图 13: 我国汽车人均保有量仍低 (辆 / 千人)	9
图 14: 2011-2016 我国新能源汽车销量、增速及全球份额	10
图 15: 我国新能源汽车发展技术路线图及国家相关政策	10
图 16: 2015 年全球电机市场竞争格局	10
图 17: 公司对法雷奥销售收入、增速及占比	11
图 18: 公司对博世、雷米销售收入情况	11
图 19: 公司对法雷奥销售收入、增速及占比	12
图 20: 公司对博世、雷米销售收入情况	12
图 21: 美国空军装备的 RQ-4 全球鹰无人机宣传图	15
图 22: RQ-180 隐身无人机	15
图 21: 2011-2016 年全球军用无人机进口占飞行器进口比例	16
图 22: 2015-2024 年全球军用无人机市场空间预测	17
图 23: 2013-2022 年中国军用无人机市场空间预测	17
图 24: 2011-2016 年英印和战争多发区军用无人机进口占比	17
图 25: 2011-2016 年三大出口国军用无人机出口存量	18
图 26: 2012-2016 年三大出口国军用无人机出口增长率	18
图 27: 我国第一代国产无人机“无侦五”	18
图 28: 北航 BZK-005 无人机	19

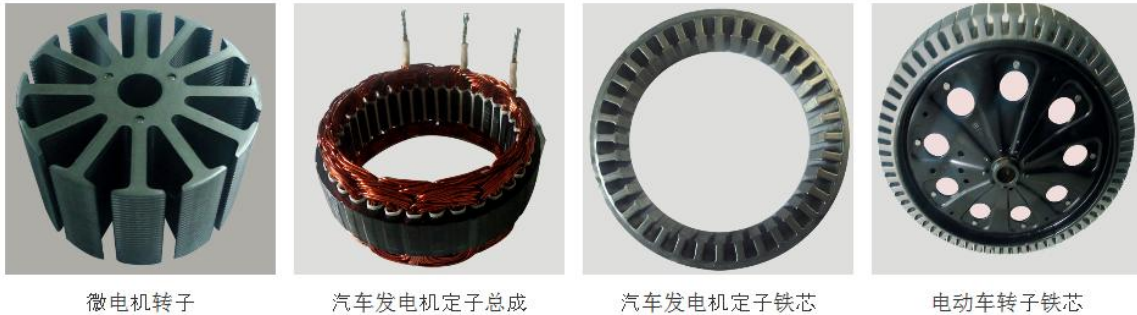
1. 汽车发电机定子领军企业，资本运作布局军用无人机

1.1 全球最大的汽车发电机定子供应商

信质电机成立于 1990 年，主要从事各类电机及其核心零部件的研发、生产和销售，主要产品包括：汽车发电机定子及总成、微特电机转子、电动车定子及总成、电动工具电机转子和电梯曳引机定子、VVT（汽车可变气门正时系统）、家电电机定转子等。

公司是全球最大的汽车发电机定子铁芯供应商，为国内外众多大型电机电器厂商提供专业配套服务，如法雷奥（Valeo）、博世（Bosch）、电装（Denso）等，其主导产品汽车定子铁芯已占据国内市场的 80% 和国际市场的 20%，电动车电机铁芯国内市场连续八年销量第一。

图 1：公司主导产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 稳步发展电机零部件优势领域，布局军用无人机产业

内生外延并举，稳步拓展电机零部件业务领域。公司自 2012 年上市以来，立足于电机零部件领域的传统优势，采取内生外延并重的方式，逐步形成了涵盖汽车及新能源汽车、电动自行车、家电等多行业多领域的电机零配件业务发展格局。

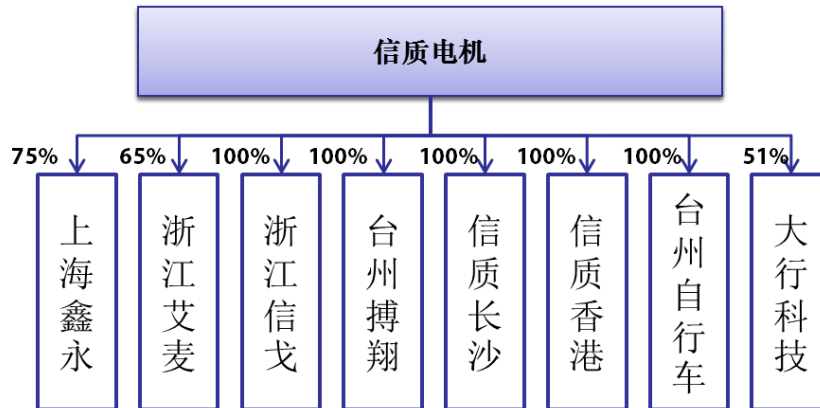
表 1：信质电机上市以来内生外延拓展传统零配件业务概览

时间	参控股子公司	布局方式	持股比例	业务布局方向
2012.11	信质香港	设立	100%	出口销售
2013.07	大行科技	同比例增资	51%	汽车 VVT 的生产研发销售
2015.06	苏州艾麦	设立	65%	新能源汽车驱动电机及电控系统及其它相关核心部件，2016.11 更名为“浙江艾麦”
2015.07	RMS	投资	40%	混合动力汽车、混合动力封装、电力电子和电机控制系统
2015.09	信戈科技	受让	49%	压缩机电机
2016.07	信质长沙	增资 3000 万	100%	汽车电机、空调压缩机、电机及配件制造

资料来源：公司公告，天眼查，东兴证券研究所

紧跟行业发展趋势，积极布局新能源汽车电机配件领域。公司先后通过收购上海鑫永、苏州和鑫的股权，以及设立浙江艾麦（原苏州艾麦）、投资取得 RMS40% 股权，频频布局新能源汽车电机配件领域，顺应汽车行业的发展大势，未来有望继续发挥公司在电机领域的传统优势，发展前景可期。

图 2：信质电机参控股子公司情况

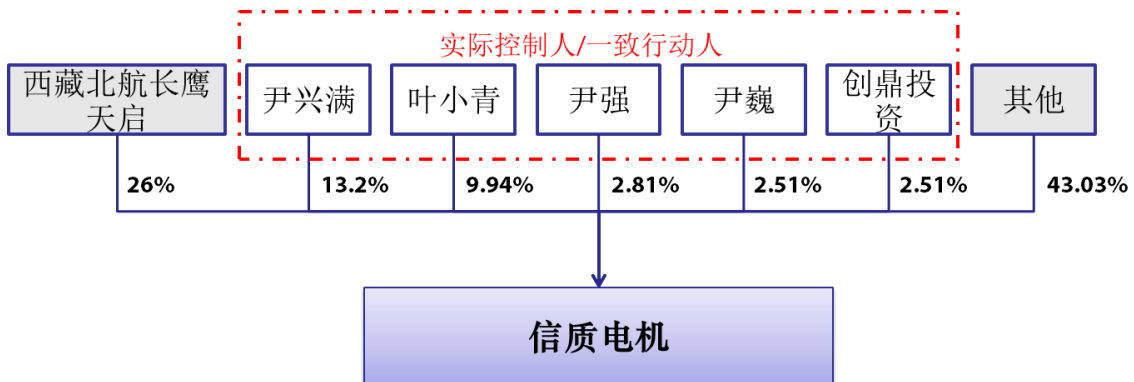


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司第一大股东变更为北航长鹰天启，为资本运作埋下伏笔，实际控制权不变。2017 年 4 月，公司控股股东信质工贸及实际控制人尹兴满先生以 23.26 元/股，向西藏北航长鹰天启信息科技有限公司协议转让公司股权 26.0%（分别转让 25.7%、0.3%），对应股权转让额为 24.2 亿元，自此长鹰天启成为公司第一大股东，公司实际控制人仍为尹兴满先生等一致行动人。

公司董事长变更为尹巍，80 后有望为公司管理理念注入新的活力。根据公司 9 月 25 日晚公告，公司董事长变更为尹巍，原董事长尹兴满先生之子，自 2010 年起担任公司总经理。

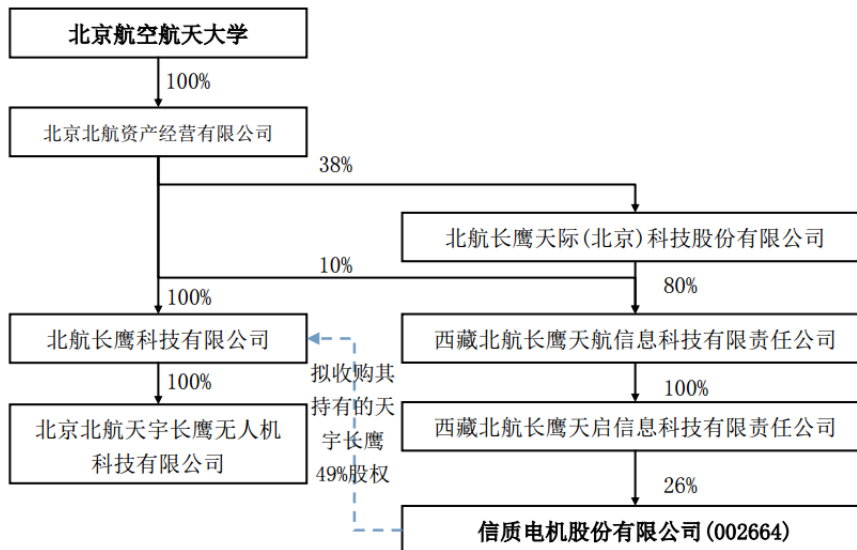
图 3：信质电机股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

收购北航天宇长鹰股权，布局军用无人机产业。2017年7月，公司通过北京产权交易所挂牌底价40,766.31万元，受让北京北航天宇长鹰无人机科技有限公司49%股权。天宇长鹰的实际控制人为北航资产，其间接持有公司第一大股东长鹰天启40.4%的股权。天宇长鹰经由北航大学无人机所改制重组后，将承接北航大学原有的无人机业务。完成本次收购过户后，公司将形成“电机及零配件+军用无人机”的双主业格局。

图4：北航资产与公司第一大股东长鹰天启股权关系示意



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 拟继续增资天宇长鹰，变更公司简称为“长鹰信质”

双主业格局逐步呈现，公司名称拟变更为“长鹰信质”。公司已于2017年8月份完成对天宇长鹰49%股权的收购，且公司第一大股东已变更为长鹰天启，“汽车电机配件+军用无人机”双主业格局已逐步呈现。公司于2017年9月25日公告拟变更公司名称为“长鹰信质科技股份有限公司”，证券简称“长鹰信质”，充分反映了公司未来双主业平衡发展的战略规划。

拟继续增资天宇长鹰，年内或有可能实现控股及纳入并表范围。根据公司最新公告（2017-09-25），为加快天宇长鹰新产品的开发和业务进展，拟对天宇长鹰以增资方式融资5000万元，其中公司拟认购金额不低于2450万元、不超过5000万元。

若本次增资完成后公司持有天宇长鹰股权超过50%，则天宇长鹰将成为控股子公司，且纳入公司财务并表范围。由于本次增资不构成重大资产重组，待天宇长鹰股东会、北京航空航天大学、工信部等相关批复(备案)程序审批后即可确定，程序相对简单，或有希望在今年年内实现长鹰控股。

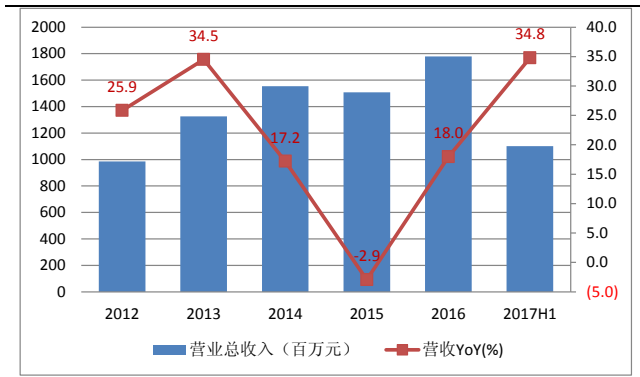
表 2: 信质电机拟增资天宇长鹰股权测算表

信质电机增资金额 (万元)	2450	3000	4000	5000
增资完成后, 信质电机持股比例 (%)	49.00%	49.62%	50.76%	51.89%

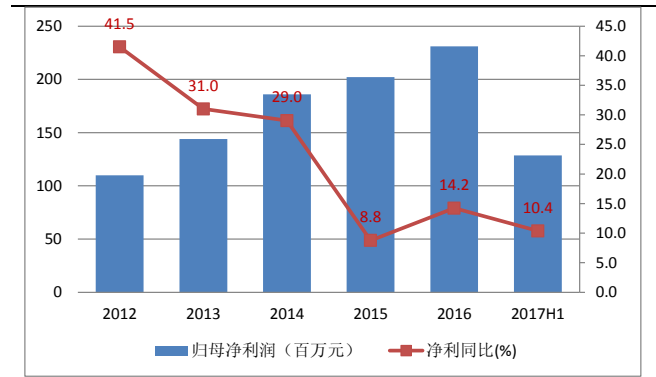
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.4 业绩持续提升, 汽配白马特质明显

营收净利持续快速增长, 增速显著高于行业平均水平。汽车零部件是公司主要收入来源, 占比一直在 50% 以上, 2017 年上半年汽车零部件收入占比为 50.5%, 相较于前两年下降了 6.5pct。2012-2017 上半年期间, 公司的营收规模基本符合汽车行业发展规律, 增速明显高于行业平均水平, 5 年营收复合增速为 15.9%; 公司归母净利始终保持稳健快速增长, 五年复合增速高达 20.4%。

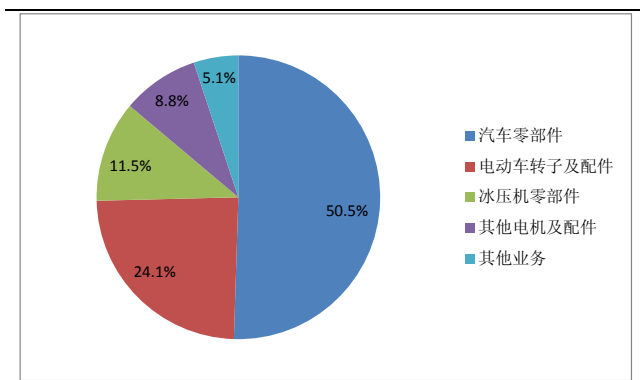
图 5: 2012-2017H1 公司收入及增速


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

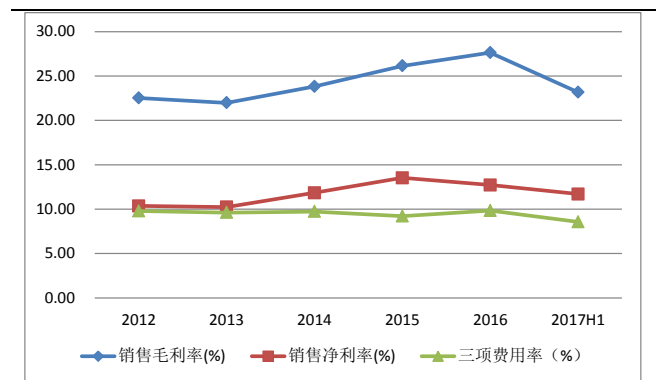
图 6: 2012-2017H1 公司归母净利润及增速


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

三项费用率稳中有降, 盈利能力稳步提升。2017 上半年公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.3%、6.8%、-0.5%, 较上一年度分别下降 0.3pct、0.4pct 和 0.6pct。近五年公司的三项费用率稳中有降, 销售毛利率和净利率均有小幅稳定提升, 盈利能力基本维持稳定。

图 7: 2017H1 公司收入结构


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 8: 2012-2017H1 公司毛利率、净利率及三项费用率


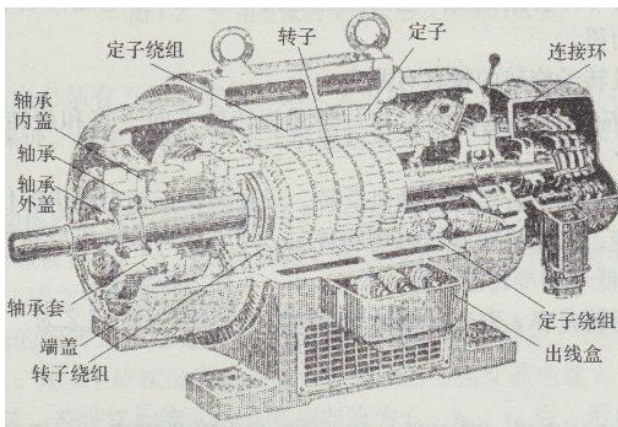
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2. 汽车电机零部件市场空间广阔，细分龙头将充分受益

2.1 下游汽车市场空间广阔，关键零部件大有可为

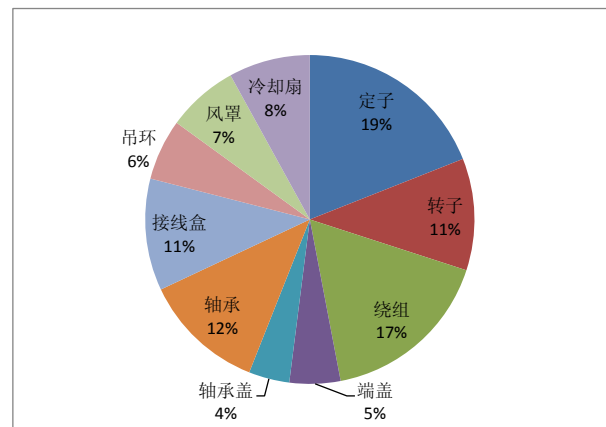
按照用途差异，汽车电机可分为汽车发电机和微特电机。汽车发电机是汽车电气系统的核心，在发动机正常运转时为所有用电设备供电（除起动机）；汽车微特电机是汽车动力系统的重要组成部分，主要分布于汽车的发动机、底盘、车身三大部位及附件中。定、转子是电机的核心部件，占电机产值比例约 30%。

图 9：汽车电机结构示意图



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 10：一台普通电机的成本分布

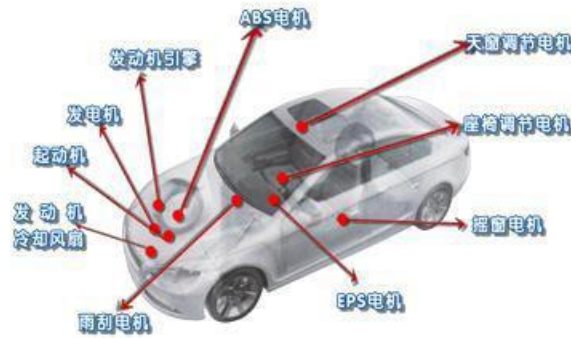


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

通常情况下，一辆汽车配备一台汽车发电机，若干数量汽车微特电机，微特电机使用数量多少与汽车档次成正比，乘用车需要的汽车电机数量较多。如每辆经济型汽车至少配备微特电机 5 台以上，普通轿车至少配备 20-30 台，而豪华型轿车则需要配备 60-70 台甚至上百台；商用车通常需要 10 台以上。

消费升级将促进汽车微特电机市场需求不断扩容。随着人们对汽车使用性能的日益注重，特别是对汽车的舒适性、安全性、燃油经济性以及环境保护等要求越来越高，汽车上的电子控制装置和用电设备相应增加，使得汽车配套电机的装备数量大幅度上升。现代汽车尤其是高档轿车大量采用新机械、新设备，极大地促进了汽车微特电机市场需求不断扩容。

图 11：电机在汽车上的应用

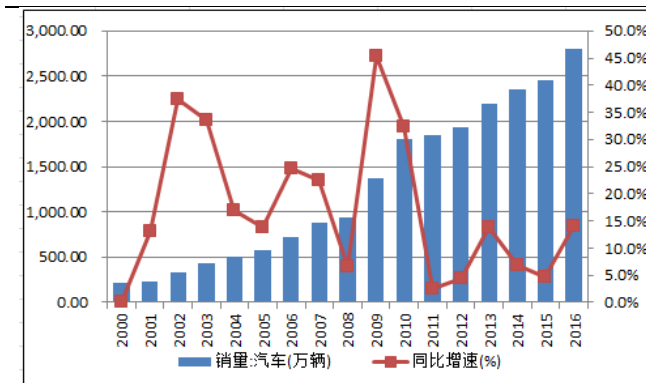


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

全球汽车市场增速放缓, 我国汽车产销增速远高于全球整体水平。2011 年以来全球汽车产量稳定, 增速下滑较为明显。2015 年全球汽车产量 8970 万辆, 增速仅 1.7%。2016 年我国汽车产量达 2819.30 万辆, 同比增速 15.05%, 产量及增速均位居世界首位, 产销增速重回两位数。根据汽车工业协会预测, 2017 年我国汽车市场仍有望保持较快增长, 销量有望增长 6%, 达 2970 万辆。

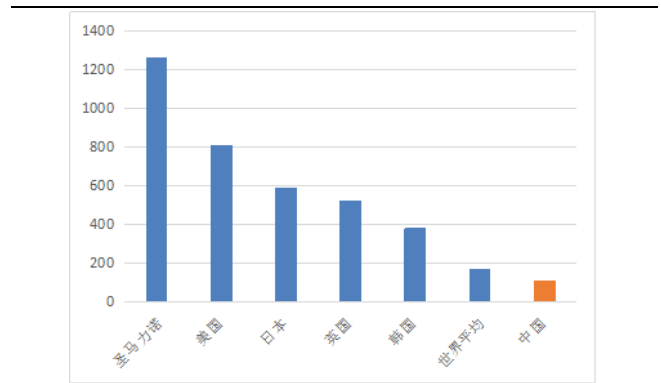
我国汽车市场仍有较大发展空间, 目前汽车保有量远低于发达国家平均水平。2015 年我国汽车保有量为 1058.3 辆/万人, 远低于美国 (8090 辆/万人)、日本 (5880 辆/万人) 等发达国家, 不及世界平均水平 (1650 辆/万人)。未来随着我国人均 GDP 的持续提高和居民生活水平逐步改善, 人均汽车销量和保有量将继续增长, 汽车售后维修的零部件市场也将快速发展。我国汽车市场潜力仍然较大, 上升空间依然较大, 未来几年内有望继续以高于全球平均水平的速度发展。

图 12: 2000-2016 我国汽车销量及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 13: 我国汽车人均保有量仍低 (辆 / 千人)



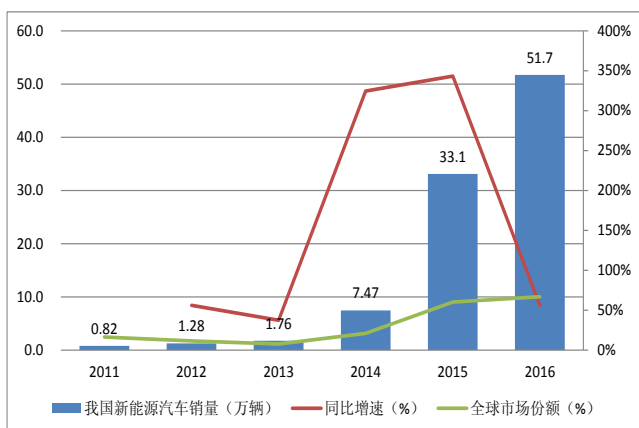
资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

我国新能源汽车市场快速爆发, 规划路径清晰, 将成为未来汽车行业主流发展方向。

“十三五”规划提出实施新能源汽车推广计划, 到 2020 年全国新能源汽车累计产销量达到 500 万辆。据中汽协数据, 2016 年我国生产新能源汽车 51.7 万辆, 同比增长 56.2%, 增速较高额补贴期有明显回落但仍维持高增长, 目前我国新能源汽车市场已

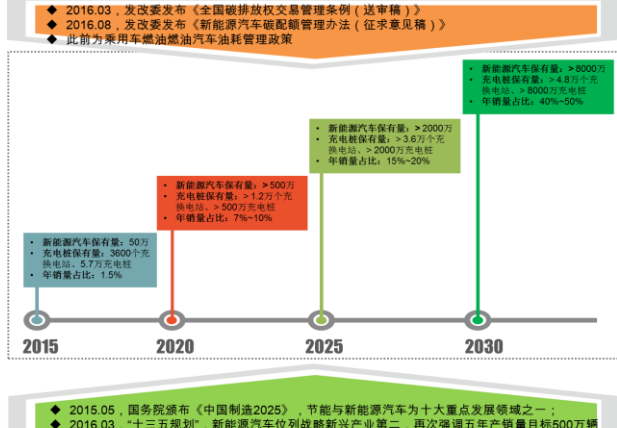
逐步切换至“政策-市场双驱动”阶段。据节能与新能源汽车网预测, 2017-2020年我国新能源车产量的复合增长率为40%, 将成为汽车行业持续增长的主要驱动力。

图 14: 2011-2016 我国新能源汽车销量、增速及全球份额



资料来源: 中国产业发展研究网, 东兴证券研究所

图 15: 我国新能源汽车发展技术路线图及国家相关政策



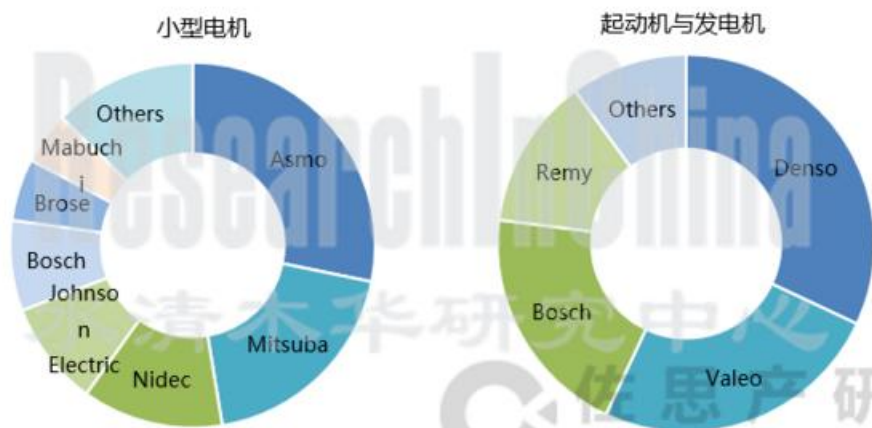
资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

受益于汽车市场的持续增长, 汽车电机及配件市场仍具有较大发展潜力。2015年全球汽车电机出货量约34.7亿台, 同比增长6.7%; 2016年将增长至36.4亿台。随着汽车智能化和新能源汽车的发展, 预计2016-2020年的全球汽车电机出货量的年均复合增长率在9.0%左右。

2.2 世界级电机企业稳定供应商, 竞争优势显著

全球起动机与发电机市场集中度较高, 主要生产商包括 Valeo、Denso、Bosch 和 Remy, 2015年市场份额合计在90%左右。其中Valeo市场占比在30%左右。

图 16: 2015 年全球电机市场竞争格局



资料来源: 水清木华研究中心, 东兴证券研究所

公司凭借突出的性价比优势和强大供货能力已进入世界级汽车电机巨头的供应体系。公司产品兼具高品质与低成本优势, 独特的卷绕工艺可以使原材料利用率从原来的

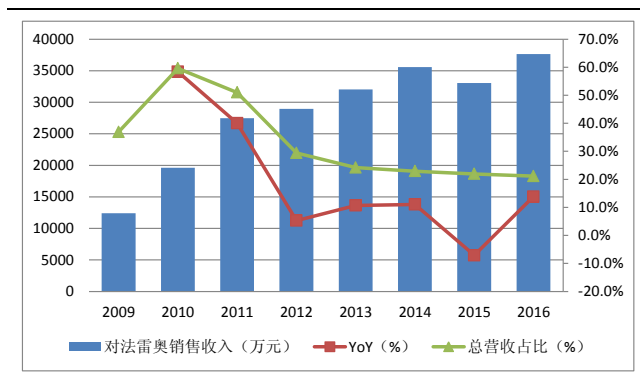
30%提升至 80%。正是依靠突出的性价比和强大供货能力优势，公司已成功进入全球主要的电机零部件及整机企业供应链，多次获得包括德国博世集团、法国法雷奥集团及美国雷米国际等国内外大客户的优秀供应商和核心供应商称号。

法雷奥（Valeo）是公司的最大客户，为公司业绩持续增长贡献强劲动力。根据公司公告的信息，法雷奥集团一直都是公司的最大客户，对法雷奥的销售收入从 2009 年的 1.2 亿元持续增长至 2016 年的 3.7 亿元，年复合增长率高达 17.2%。但公司对法雷奥并没有因此形成大客户依赖，其销售收入占比在 2010 年达到顶峰 59.6%之后就持续下降，2016 年对法雷奥销售收入仅占公司总营收的 21.2%。

博世（Bosch）、雷米（Remy）等电机巨头同样是公司持续稳定合作的大客户。公司的前五大客户中始终有博世和雷米的身影，近五年对博世和雷米的销售收入也同样稳步持续增长，2016 年前五大客户中对博世销售收入 1.3 亿元，营收占比达 7.6%，对雷米湖北销售收入 0.6 亿元，营收占比 3.4%。

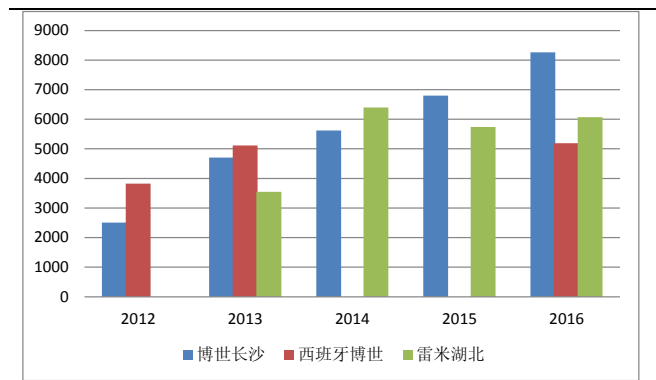
此外，电装（Denso）、东贝电器、钱江制冷、江苏雅迪等国内外知名电机企业也是公司的重要客户。目前全球电机市场相对集中，法雷奥、雷米、博世和电装占据 90% 左右份额，而这些企业都是公司合作模式趋于成熟的重要大客户，我们判断未来公司在全球汽车电机配件市场的份额有望继续提升。

图 17：公司对法雷奥销售收入、增速及占比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 18：公司对博世、雷米销售收入情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

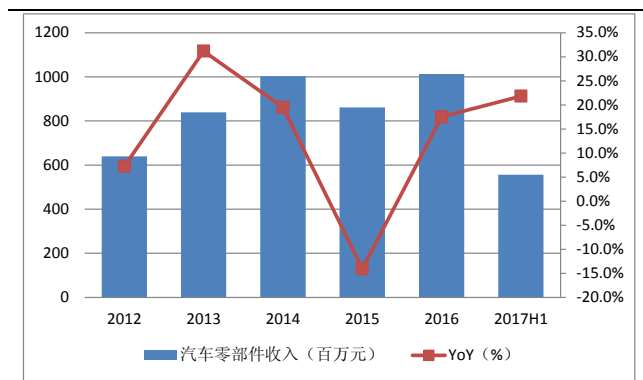
积极布局新能源汽车电机市场，未来发展潜力可期。近年来公司频频布局新能源汽车领域，先后出资收购上海鑫永、苏州和鑫股权进军电机总成，在消化吸收上海鑫永的关键专利且产品扩张不如预期后，公司已公告将转让上海鑫永股权，苏州和鑫已于 2016 年 11 月转给公司原控股股东信质工贸。我们判断，主要是由于公司的优势和积淀集中于电机配件定、转子领域，而电机总成并不是公司的优势领域。

此后公司再度成立浙江艾麦（原“苏州艾麦”）、收购 RMS40% 股权，均聚焦于新能源汽车电机电控系统及其部件，回归优势领域，未来随着新能源汽车市场的快速发展，发展潜力较大。

汽车零部件收入保持稳步增长，毛利率稳中有升，未来仍将是公司主要业务支柱。2017 上半年公司实现汽车零部件收入 5.6 亿元，同比增 21.8%，实现毛利 1.4 亿元，

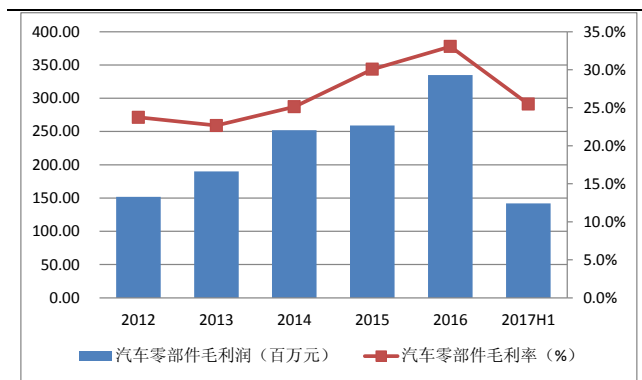
毛利贡献占比达 55.6%。近五年汽车零部件毛利率水平稳步提升,2016 年为 33.1%,今年上半年或受原材料涨价而下滑至 25.5%。

图 19：公司对法雷奥销售收入、增速及占比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 20：公司对博世、雷米销售收入情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

3. 收购北航无人机资产，插上飞翔的翅膀

3.1 情报侦察是军用无人机最核心且难以替代的应用领域

军用无人机以其独特优势将重塑现代化战争的作战方式。军用无人机诞生于 20 世纪初，由于具有零伤亡、使用限制少、隐蔽性好、效费比高等特点，在现代战争中的地位和作用日渐突显。在近期发生的历次局部战争中，军用无人机的使用数量、种类和频次等呈快速增长趋势。大力发展无人机已成为当今世界军事强国军方的共识。可以预见，军用无人机将越来越广泛地运用于现代化战争，并将重塑 21 世纪的作战方式。

表 3: 国外军用无人机发展历程

年份	国家	主要事件
1914	英国	卡德尔和皮切尔两位将军提议研制一种无人驾驶空中炸弹，可以自行飞到目标上空消灭敌人，然而实验多次均以失败告终。
1917	美国	彼得·库伯和艾尔姆·A·斯皮里发明了第一台自动陀螺稳定仪，从此诞生了无人驾驶飞机。美军应用斯皮里“空中鱼雷”式无人机在测试中挂载一枚 300 磅重的炸弹可飞行 50 英里。
1935	英国	英国“蜂后”式无人机在海军和陆军服役被用于侦查，正式开启了无人机时代。
1960	美国	美国研制出 QH-50A，是世界上首架有实用价值的无人直升机。
1982	以色列	以色列首创无人机与有人机协同作战，无人机在海湾战争中大放异彩。
1986	美国	先锋系列无人机为战术指挥官提供特定目标以及战场的实时画面，执行了美国海军“侦察、监视并获取目标”等各种任务。
1994	美国	通用原子公司制造了 MQ 捕食者无人机，捕食者的升级版能够将完全侦查用途的飞机改造成用于携带武器并攻击目标，在联合国及北约在 1995 年对波斯尼亚的战役中首次使用。
1998	美国	美国研制出了当时全球最先进的无人机 RQ-4 “全球鹰”，并成功首飞，顺利投产后于 2003 年 9 月交付美国空军。
2009	美国	洛克希德马丁公司附属公司设计并生产的 RQ-170 哨兵号服役于美国空军。

资料来源：网络资料，东兴证券研究所

军用无人机按照用途可以划分为靶机、侦察无人机、无人攻击机、通信中继无人机以及察打一体无人机，其中侦察无人机是迄今为止应用最为广泛的无人机，集侦察和打击一体的察打一体无人机则是未来无人机发展趋势之一。

表 4: 军用无人机按用途划分、作用及代表型号

无人机类别	承担作用	典型型号
无人靶机	作为射击训练目标或战场上诱饵诱敌攻击	中国的“长空一号”
侦察无人机	迄今为止无人机应用最广的方向； 用于炮兵定位、校射侦察和情报收集。	以色列的“搜索者”； 美国的“全球鹰”
攻击无人机	对敌军军事力量进行直接打击。随着技术的进步以及战争需求的变化，攻击型无人机呈现出集侦察和打击能力为一体的趋势，并逐步演变成察打一体型无人机。	以色列的“哈比”
通信中继无人机	实现通信中继，从而拓宽战场通信范围	美国的“先锋”无人机

察打一体机

未来无人机发展趋势之一，集侦察和打击于一体的无人机，能够美国的“捕食者”无人机缩短目标锁定到实施攻击的时间，在军事领域明显具有优势

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

根据陈黎的《军用无人机技术的发展现状及未来趋势》等参考文献，当前各国已列装服役的军用无人机在技术性能和作战使用方面表现出如下特点：

◆ **传统的 ISR（情报、监视、侦察）任务仍是最为核心的应用领域。现代战争是以精确打击为主要作战手段的信息化战争，对情报信息高度依赖。**

无人机在执行 ISR 任务时具有独特的优势：**与有人机相比**，隐身性能好、续航时间长、无人员伤亡危险；**与卫星相比**，时效性、针对性和灵活性更强，分辨率高、预警时间短、成本费用低。目前最为传统的 ISR 任务仍是军用无人机应用最为广泛、最为成熟的领域，ISR 无人机也是各国现役无人机中数量最大、型号最多、使用最频繁的一种。

无人机在 ISR 领域具有难以替代的作用。现代 ISR 无人机可以分别或同时携带先进光电、雷达侦察设备，对战区实施战术、战役及战略级的全天候、全天时、高分辨力的空中监视和侦察。同时，无人机具备对目标实施持久侦察的能力，可以侦测到短促、不规则的电子辐射信号，且可以深入地方腹地，尽量靠近敌方信号辐射源，可截获战场上重要的小功率近距离通信信号。

◆ **在信息战领域的应用日趋广泛。**实战经验表明，无人机可以执行不同种类的信息作战任务，包括：战场毁伤评估、通信中继、充当假目标诱饵、反辐射攻击等。

◆ **从传统的支援保障装备向主力作战平台转变。**现代战争中常常需要对一些快速移动的时敏目标（如弹道导弹机动发射车）实施有效打击，其关键就在于对活动目标进行长时间的监视，然后迅速做出反应，整个判断、决策和行动的全程必须在作战现场极短时间内完成。基于这种需求，察打一体机应运而生，标志着军用无人机打破了原先主要用于 ISR 等任务的传统模式，开始从单纯的传感器平台向作战平台转变。

◆ **在后勤保障领域发挥作用。**无人机具备速度快、可规避地面敌人伏击、成本费用低、操作简便等优势，近年来美国军方开始探讨使用无人机担负物资运输、燃油补给甚至伤病员运送等后勤保障任务。

3.2 军用无人机的未来发展趋势

随着各国军方对无人机发展的日益重视和投入力度的加大，世界军用无人机已经进入了加速发展的快车道。随着科技的进步，先进布局、一体化设计、纳米复合材料、智能蒙皮/结构等前沿技术接连取得重大突破，也不断推动着无人驾驶技术水平的提高。未来军用无人机的发展势头必然更加迅猛，并将呈现出以下趋势：

◆ **向高空、高速、长航时、大型化方向发展。**无人机要想侦察监视更广阔的地域并获得尽可能完整、无盲区的情报信息，就必须进一步提升飞行高度、延长续航时间。目前世界军事强国均在积极开展新型高空长航时大型无人机的研究，这类无人机飞

行高度将逐步接近临近空间（通常距地表 20-100km），并可在空中停留数周甚至数月时间，非常适合于执行持久的情报收集和战场监视任务，并可作为军用侦察卫星的重要补充手段。

与传统飞机和卫星相比，临近空间飞行器不仅在执行情报侦察、通信中继、导航预警等任务时具有独特而明显的优势，还可作为今后进入太空的中转平台，甚至直接配备高能激光等先进武器。

美国的“全球鹰”无人机是当前高空长航时无人机的优秀代表，其续航时间可达 40 h，飞行高度 19.5 km，大大超过喷气式歼击机和截击机的高度，目前该机型已投入到实战中。

- ◆ **向小型化、微型化方向发展。** 微小型无人机具有重量轻、体积小、造价低、隐蔽性好、操作简便、机动灵活等特点，能够监视卫星和普通侦察机探测不到的死角，适合城市、丛林、山地等复杂环境下的特种部队和小分队作战，潜在的作用包括：空中监视、生化战剂探测、目标辨识、通信中继，甚至侦测大型建筑物和设施的内部情况。美国不仅推出了“微星”、“龙眼”和“黑寡妇”等众多型号，甚至还在研究将甲虫等昆虫直接改造成微型“无人机”。

图 21: 美国空军装备的 RQ-4 全球鹰无人机宣传图



资料来源：搜狐网，东兴证券研究所

图 22: RQ-180 隐身无人机



资料来源：《Aviation Week & Space Technology》，东兴证券研究所

- ◆ **机体隐身化。** 高战场生存力将是未来无人机主要追求的性能之一，而全隐身技术将成为提升无人机战场生存力的关键所在。可通过采用大量雷达吸波材料、高强度复合材料、安装低噪声发动机，采用限制红外光反射技术，在机身表面喷涂能够吸收红外光的涂料，减小机身表面的缝隙，减少雷达反射面的技术等实现。

例如美军的“捕食者”无人机为了实现隐身，其除了对发动机进行深埋并对卫星通信天线等重要部件做了特殊处理外，还在机身大量采用了石墨合成材料，使其雷达信号特征降低到 0.1 m，进而对雷达、红外和声纳传感器都有很强的隐身能力。

- ◆ **任务多样化、平台模块化。** 为适应任务多样化的需求，今后无人机发展的一个重要途径就是机载设备采用模块化设计和开放式架构，从而使无人机可根据战场需求临

时搭载相应的设备，实现“一机多用”和“即插即用”，成为未来战场上的多面手。

- ◆ **自主性和智能化程度逐步提高，向全自主控制发展。**无人机的全自主控制水平可大幅降低操作员工作负荷，最小化人为因素对无人机运行的干扰，也可降低无人机对通信带宽的需求，并使得无人机能够进行超视距的战术操作，也能更好地实现与有人机或其他无人机之间的协同作战。

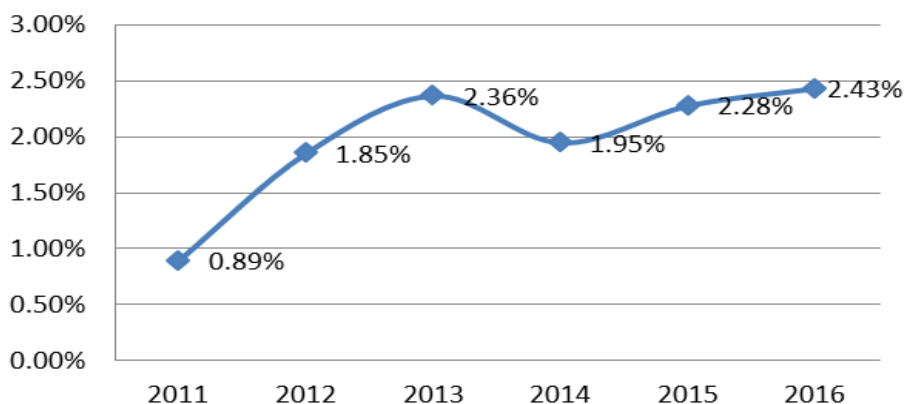
3.3 军用无人机市场长期向好，国产品牌迎弯道超车良机

受益于成本控制和新作战模式，国内外军用无人机采购应用力度加强。《简氏情报评论》的报告显示，今后十年，在全球防务和安全市场上，无人机的份额将从2015年的64亿美元以每年5.5%的速度增长。据SIPRI发布的2016年全球军费开支趋势报告显示，2016年全球军费开支同比增长0.4%。可以看出，军用无人机的采购增速高于行业。

2011年以前军用无人机占航空飞行器的出口比重中可忽略不计。之后的五年间，全球军用无人机的进口累计数占全部航空飞行器的比重逐年增加。2011年军用无人机的进口量为137架，到2016年增加到了291架。

我们认为，未来以无人机为代表的军用无人装备采购比重会呈持续上升的态势，一是无人机相比之前中低空靶机、前线传感器的角色功能有了大幅拓展，特别是察打一体功能的实现；二是在世界经济增速放缓、军事投入有限的情况下，无人机在采购、保障、战损方面成本优势突出；三是随着军事信息化程度提高、网络化协同化新作战样式的渗透，无人机作为侦察监视、信息支援、干扰打击等功能的节点，活跃度在提升。

图 23: 2011-2016 年全球军用无人机进口占飞行器进口比例

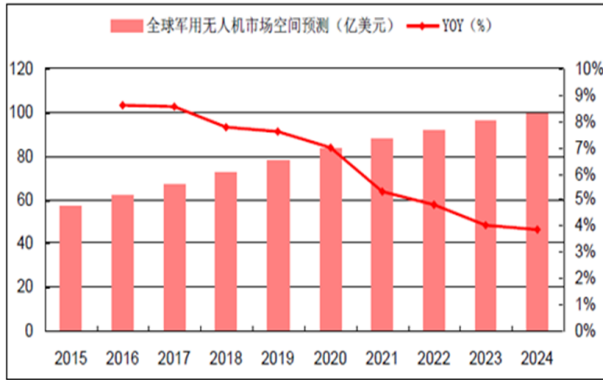


资料来源：斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI），东兴证券研究所

从需求端来看，未来十年我国军用无人机市场空间可达千亿元规模。据中投顾问预测，预计到2024年全球军用无人机将占当年市场总额86%（99亿美元），2015-2014年期间全球军用无人机支出总额将达810亿美元，复合增速6.3%。

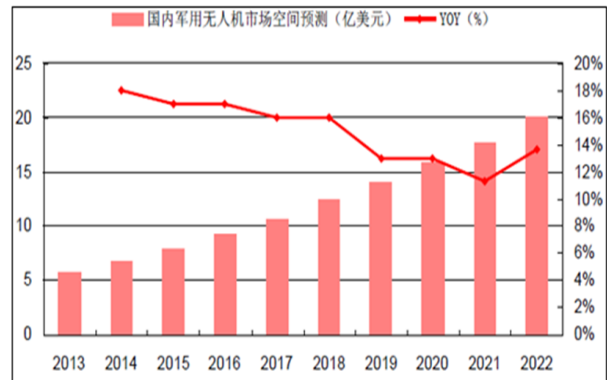
我国军用无人机需求总额将由 2013 年 5.7 亿美元增至 2022 年 20 亿美元，需求总额将达到 120 亿美元，复合增长率在 15% 左右。

图 24：2015-2024 年全球军用无人机市场空间预测



资料来源：中投顾问产业研究中心，东兴证券研究所

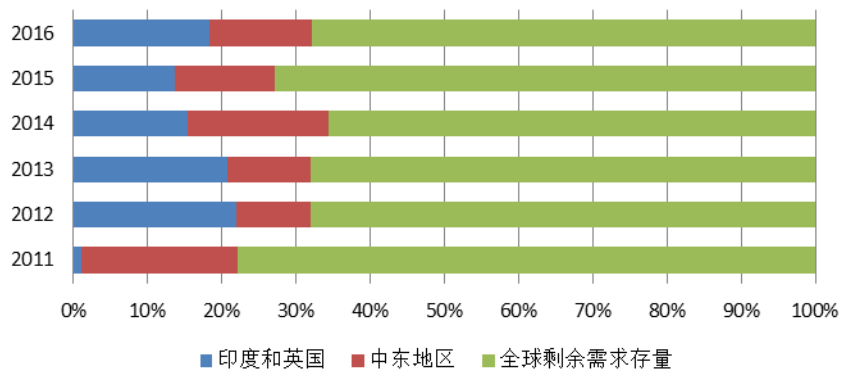
图 25：2013-2022 年中国军用无人机市场空间预测



资料来源：中投顾问产业研究中心，东兴证券研究所

目前，全世界装备无人机的国家和地区已由 30 多个增加到 50 多个，英国、印度、中东是全球无人机主要的进口国家和地区。2010 至 2014 年，英国是无人机的最大进口国，占这一时期无人机进口量的 33.9%，其中 2012 年向以色列购买了 54 架军用无人机，2014 年向美国采购 6 架“死神”(MQ-9)部署在阿富汗。印度在 1985-2014 年间的无人机进口量占全部进口量的 22.5%，这一比例在 2010-2014 年之间缩小至 13.2%，但仍然排在第二位。因中东地区战争频发，极端激进主义活动猖獗，以沙特阿拉伯、伊拉克、巴基斯坦、尼日利亚为主的中东国家对军用无人机的需求旺盛。

图 26：2011-2016 年英印和战争多发区军用无人机进口占比

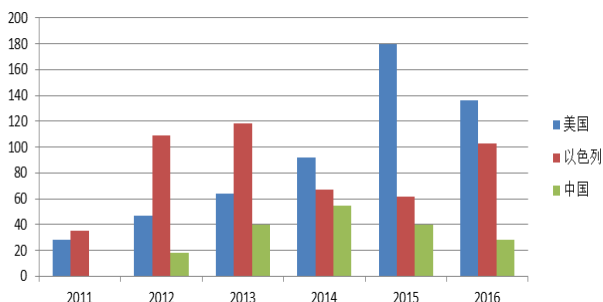


资料来源：斯德哥尔摩国际和平研究所 (SIPRI)，东兴证券研究所

从供给端来看，军贸市场未来有望呈现美以中三足鼎立的格局。美国已研制了上百种无人机系统，以“全球鹰”和“MQ-9 死神”为代表，主要向友好国家和北约成员出售；以色列军用无人机系列齐全，实战经验丰富，出口额占 2001 年至 2011 年世界无人机出口量的 41%；凭借较高的产品性价比和相对宽松的出口政策，依托“彩虹”、“翼龙”系列无人机，中国近年来在军贸市场异军突起，市场份额迅速提高到 10%

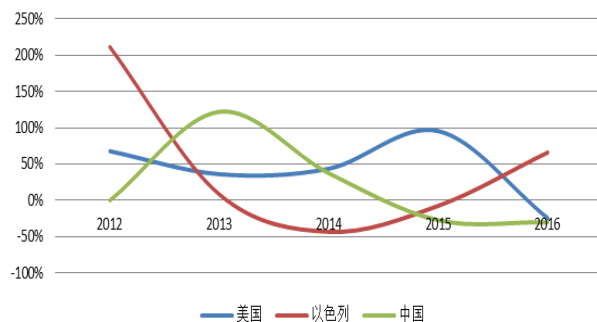
左右并有望继续增长。

图 27：2011-2016 年三大出口国军用无人机出口存量



资料来源：斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI），东兴证券研究所

图 28：2012-2016 年三大出口国军用无人机出口增长率



资料来源：斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI），东兴证券研究所

国际领先的军用无人机生产商包括诺格、通用原子、以色列航空工业有限公司等，国内则集中在以中航工业成飞为代表的军工央企集团、以西北工业大学为代表的科工系统高校。虽然在机体气动设计、先进复合材料、适配的航空发动机等领域较欧美国国家存在差距，但国产机有多方面比较优势：在客户需求旺盛的中端产品技术代差小；报价以生产集成为主，关键元器件国产化率高，成本有优势；军贸政策宽松，采购周期短，技术支持有保障。

3.4 北航无人机在侦察领域积淀深厚，拥有中国版“全球鹰”

天宇长鹰背靠北航，承接原北航无人机所的关键资源，竞争优势明显。根据公告，天宇长鹰主营军用无人机研制及技术服务，面向国内军方和军贸出口，已列装国内军方多年。天宇长鹰实际是由北航 100% 控股，其核心研发团队承接了原北航无人机所的原有研发人员，掌握导航、飞控、气动、结构、电器、火控等关键设计，且该团队已合作超过 10 年时间，全面了解国内外最新的无人机技术，有着多年的团队合作经验和沉淀。

北航无人机研究渊源已久，研制了我国第一代军用无人侦察机“无侦五”。根据资料，我国第一代国产无人机“无侦五”就是由北京航空航天大学无人驾驶飞行器设计研究所担纲研制的，于 1969 年开始研制，于 1972 年首飞，并于 1980 年定型正式装备部队投入使用，在中国无人机发展史上有举足轻重的地位。

图 29：我国第一代国产无人机“无侦五”



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

20 世纪 60 年代的越南战争，无人机首次大规模应用于实战，美军以南越为基地频繁使用“火蜂”无人侦察机对中国南部沿海进行侦察。我国海空军航空兵经过艰苦奋斗，先后击落过约 20 架“火蜂”无人侦察机，并获得多架较为完整的残骸。以“火蜂”为原型开展我国自主无人机设计的艰巨任务交给了北航，“无侦五”也就是在此基础上诞生的。

北航目前主力产品 **BZK-005** 是中国版“全球鹰”，具有出色的中高空远程战略侦察能力。根据环球网军事频道报道，目前北航长鹰主力无人机产品是 **BZK-005**，这是一种具有隐身能力的中高空远程战略侦察无人机，被称为中国版“全球鹰”，综合性能出色，号称大气层内的人造卫星。2016 年美国福克斯新闻网报道称，该款无人机部署在南海海域，监控周围数千公里内外的空域和海域。

图 30：北航 BZK-005 无人机



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

表 5: 我国自主研制的典型军用无人机型号

型号名称	功能特点	承制单位
翼龙	中低空、军民两用、长航时多用途无人机。 翼龙 2 是新型长航时侦察打击一体型多用途无人机。 最大飞行速度 370 公里/小时；最大飞行高度 9000 米；续航时间 20 小时。	中航工业成飞
翔龙	高空长航时无人侦察机。 菱形联翼结构设计，高空高速，最大航程 7000 千米，升限 20 千米，续航时间 10 小时。	中航工业成飞
云影	中国首款高空高速外贸无人机。 涡轮喷气发动机，机背进气布局，隐身设计，可执行侦察及打击功能。 能在 14000 米高空进行巡航；最大飞行速度为每小时 620 公里；	中航工业成飞
利剑	非北约国家第一款隐身无人战斗机。 飞翼布局、背负式进气道、涡扇发动机，2013 年 11 月首飞成功	中航工业沈飞设计 中航工业洪都制造
彩虹	彩虹-5 无人机为中高空长航时察打一体无人机。 最大航程 10000 公里；实用升限超过 7000 米；有效载荷 1200 千克； 可挂载多达 16 件空地武器，并可搭载电子战综合系统，执行通信侦察干扰、 雷达侦察干扰等任务，对敌进行区域干扰压制。 2017 年 7 月正式进入批量生产阶段。	航天科技十一院
长鹰	BZK005 为具有隐身能力的中高空远程无人侦察机。 最大升限 8000 米；续航时间大于 40 小时；最大搭载重量 150 公斤；可携 带一个相当大型化的光电吊舱，包括昼夜电视摄像机、火鸟国外摄像机等。	北航—哈飞

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

北航的新型号 TYW-1 或为可发动攻击的中高空远程侦察无人机，具备高度自动化特点，符合军用无人机未来发展的主流趋势。英国《简氏防务周刊》2017 年 4 月 6 日的报道引用北航无人机系统技术公司副总经理、首席设计师王建平（音）的话说，能够发动攻击的侦察无人机 TYW-1 预计将于今年 9 月进行首飞，并将在 2018 年推向全球市场，其主要特点是高度自动化和中高空远程。他说：“我们希望开发邻国以及东南亚和中东的市场。”

相比于以察打一体见长的“彩虹”系列，北航无人机以侦察为主要应用方向，长期来看在军贸出口政策方面受影响的风险相对较小。2016 年美国国务院宣布，包含 45 个国家在内的政府已经同意签署美国提出的《有关武装或可能具有攻击能力的无人机出口和后续使用的联合声明》。该文件提出，攻击无人机的使用应当符合有关武装冲突和人权的国际法规定，其出口也应当与现有多边出口管控和不扩散原则一致。

美国 GWY 发言人特纳表示，该宣言是签署国的一个政治承诺，显示国际社会正在形成共识，武装无人机也应受到国际法的约束。目前，没有签署这份文件的国家包括法国、以色列、巴西、俄罗斯、中国和阿联酋等。我们认为，随着我国军用无人机技术的不断提升，未来或将面临签署攻击型无人机出口限制的政策，这对于以侦察应用为主的北航无人机将带来更多军贸竞争机会。

3.5 天宇长鹰订单充足，业绩增厚可期

北航无人机所相关资产按照进度有序转移至天宇长鹰，过渡期内将采取服务模式推进合同执行。截至 2017.08.25，北航大学已将开展无人机业务所需的 29 项专利转让至天宇长鹰，原北航大学从事无人机业务的相关人员已与天宇长鹰签署劳动合同，关于无人机业务经营涉及的设计文件、图纸等均已完成转移。天宇长鹰已具备通过向北航大学提供劳务及技术服务的的方式来承接北航大学无人机产业化业务的能力。

天宇长鹰目前尚未取得经营所需的“军工四证”，为保证军品研发生产合同的连续性，在取得资质前的过渡期内将采用劳务和技术服务模式开展业务，收入来源为服务费，从 2019 年开始进入全面制造业务。

天宇长鹰目前在手订单饱满、意向订单充足，未来业绩高速增长可期。根据公司公告，2017 年 4-12 月、2018 年、2019 年天宇长鹰预计实现净利润分别不低于 4,476.55 万元、5,668.68 万元、6,529.42 万元。

公司公告显示，通过北航大学与国防军工相关部门建立密切的合作关系，无人机产品的客户基础稳定。根据公司目前的预测，2017-2021 年期间天宇长鹰合计订单量（含在手订单、意向订单等）约 34.6 亿元，到 2021 年将实现无人机业务收入 10.2 亿元/净利润 1.24 亿元，将实现收入规模 CAGR 71.4%/ 净利润规模 CAGR 27.8% 的高速增长趋势。

我们认为，天宇长鹰现有产品订单稳定支撑公司无人机业务稳定增长，即将推出的新型号 TYW-1 或将带来新的增量，并表后有望显著增厚公司业绩。

表 6：天宇长鹰订单情况

单位：万元	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
在手订单	23,457.71	44,262.84	-	-	-
意向订单	-	-	50,000.00	80,000.00	50,000.00
预测订单	-	8,800.00	8,800.00	17,600.00	52,600.00
服务维保	469.15	1,061.26	1,176.00	1,952.00	2,052.00
研发收入	2,000.00	845.00	250.00	250.00	250.00
合计	25,926.86	54,969.10	60,226.00	99,802.00	104,902.00

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

根据公司公告，公司已于 8 月份完成天宇长鹰 49% 股权收购事项，未来将通过增资或继续收购等方式，实现取得天宇长鹰的控股权，或 100% 实现收购。从目前进展来看，公司已启动增资不超过 5000 万元继续认购天宇长鹰股权，或有可能在年内实现控股。

我们假设天宇长鹰公司从 2018 年开始并表，预计公司 2017-2019 年营业收入为 22.24

亿元、27.86 亿元和 37.87 亿元，净利润分别为 2.74 亿元、3.92 亿元和 4.32 亿元，每股收益 0.70 元、1.00 元和 1.10 元，对应 PE 为 41X、28X、26X。

若完成天宇长鹰无人机资产的收购，则公司业务将由汽车电机零部件+军用无人机双主业构成。采用 A 股汽车电机零部件同行业公司的平均估值水平作为公司传统主业的估值参考，2017-2019 年平均估值为 35X/27X/21X；目前 A 股市场上较为纯正的军用无人机标的为南洋科技 (002389.SZ)，其主打产品为“彩虹”系列军用察打一体无人机，与天宇长鹰产品具有较强可比性，以其估值水平作为公司无人机业务的估值参考，2017-2019 年南洋科技 PE 为 102X/81X/64X。

按照公司两部分业务预计贡献业绩比例及参考同行业平均估值水平，我们认为给予公司 2018 年 35 倍估值较为合理，较公司目前股价对应的 2018 年 PE 28 倍仍有 25% 空间，目标价为 34.5 元，维持“强烈推荐”投资评级。

表 7：A 股同行业公司估值

股票代码	同行业公司	最新收盘价	EPS (元)				PE (TTM)			
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
002196.SZ	方正电机	12.91	0.45	0.38	0.5	0.62	56.43	34.03	25.87	20.83
002249.SZ	大洋电机	9.3	0.22	0.26	0.33	0.41	48.25	35.51	28.15	22.89
002176.SZ	江特电机	14.99	0.14	0.29	0.41	0.6	105	51.76	36.43	24.82
600580.SH	卧龙电气	8.03	0.2	0.4	0.44	0.47	45.98	20.15	18.4	17.13
Average (剔除异常值):							63.92	35.36	27.21	21.42
002389.SZ	南洋科技	24.73	0.17	0.24	0.3	0.38	126.72	102.4	81.48	64.35

资料来源: Wind, 东兴证券研究所 (截至 2017.09.21)

5. 风险提示

电机业务下滑；无人机业务实际订单不及预期；无人机出口政策发生变化的风险。

表 8: 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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2066	1961	3231	3861	5058	营业收入	1508	1780	2224	2786	3787
货币资金	1100	646	1532	1612	1895	营业成本	1114	1288	1668	2028	2852
应收账款	381	392	526	637	881	营业税金及附加	13	16	21	29	40
其他应收款	4	3	4	5	6	营业费用	39	47	60	77	106
预付款项	178	220	301	383	510	管理费用	102	128	160	206	288
存货	232	346	398	514	701	财务费用	-2	0	-10	-16	-6
其他流动资产	1	62	162	289	515	资产减值损失	8.66	17.67	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	676	645	559	527	485	公允价值变动收益	0.10	-0.35	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	100	32	32	32	32	投资净收益	1.66	-17.47	1.00	1.00	1.00
固定资产	432.26	469.73	430.67	388.07	345.48	营业利润	235	265	316	453	499
无形资产	78	76	89	100	100	营业外收入	6.28	3.93	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	30	56	0	0	0	营业外支出	4.42	3.18	5.00	5.00	5.00
资产总计	2742	2606	3789	4388	5543	利润总额	237	265	316	453	499
流动负债合计	1211	866	946	1211	2003	所得税	33	39	42	61	66
短期借款	651	26	0	0	379	净利润	204	226	274	392	432
应付账款	134	149	194	234	331	少数股东损益	2	-5	-6	-7	-10
预收款项	5	8	10	14	19	归属母公司净利润	202	231	279	400	442
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	353	392	356	489	545
非流动负债合计	0	3	3	3	3	EPS (元)	0.51	0.58	0.70	1.00	1.10
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1211	869	949	1214	2006	成长能力					
少数股东权益	45	40	35	28	18	营业收入增长	-2.92%	17.98%	25.00%	25.25%	35.93%
实收资本(或股	400	400	400	400	400	营业利润增长	10.95%	12.37%	19.30%	43.54%	10.05%
资本公积	439	439	1317	1317	1317	归属于母公司净利润	20.99%	42.98%	20.99%	42.98%	10.59%
未分配利润	569	756	866	1033	1211	获利能力					
归属母公司股东	1486	1696	2806	3147	3519	毛利率(%)	26.13%	27.62%	25.00%	27.21%	24.70%
负债和所有者权	2742	2606	3789	4388	5543	净利率(%)	13.53%	12.72%	12.31%	14.08%	11.41%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
						3.82%					
						7.38%					
						8.86%					
						7.37%					
						9.10%					
						13.61%					
						13.61%					
						9.96%					
						12.70%					
						12.56%					
经营活动现金流	252	307	44	152	-13	偿债能力					
净利润	204	226	274	392	432	资产负债率(%)	44%	33%	25%	28%	36%
折旧摊销	118.83	126.96	0.00	42.59	42.59	流动比率	2.26	3.42	3.19	2.52	
财务费用	-2	0	-10	-16	-6	速动比率	1.86	3.00	2.76	2.17	
应收账款减少	0	0	-134	-110	-244	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2	4	5	总资产周转率	0.65	0.67	0.70	0.68	0.76
投资活动现金流	-53	-114	27	-29	-19	应收账款周转率	4	5	5	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.08	12.56	12.95	13.01	13.42
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	-17	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.58	0.70	1.00	1.10
筹资活动现金流	390	-529	814	-43	315	每股净现金流(最新	1.47	-0.84	2.21	0.20	0.71
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.71	4.24	7.01	7.87	8.80

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	200	0	0	0	0	P/E	55.80	49.07	40.74	28.49	25.77
资本公积增加	-199	0	878	0	0	P/B	7.66	6.71	4.06	3.62	3.24
现金净增加额	588	-335	886	80	283	EV/EBITDA	31.01	27.47	27.70	19.99	18.11

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。
[单击此处输入文字。](#)

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。