



Research and
Development Center

军用连接器双强格局稳固，航天电器经营效率提高

——航天电器（002025.SZ）跟踪报告

2019 年 8 月 19 日

李勇鹏 军工行业分析师

证券研究报告

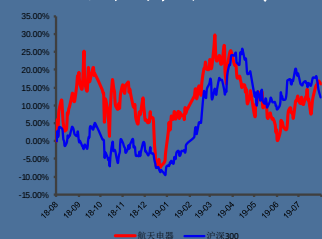
公司研究——跟踪报告

航天电器（002025.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2019.08.09

航天电器相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2019.8.16）

收盘价（元）	27.79
52 周内股价波动区间(元)	20.40-30.20
最近一月涨跌幅(%)	6.54%
总股本(亿股)	4.29
流通 A 股比例(%)	99.98%
总市值(亿元)	119.22

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

军用连接器双强格局稳固，航天电器经营效率提高

跟踪报告

2019 年 08 月 19 日

本期内容提要：

- ◆ **中航光电、航天电器在军用连接器领域双强格局近年来逐步稳固。市占率提高来自公司竞争优势持续保持及行业内并购，航天电器在航天等领域有差异化优势。**除了行业整体较高增长速度增长外，中航光电、航天电器在竞争中也获得了更多市场份额。从 2012 年至 2018 年，中航光电、航天电器两家军用连接器收入在主要军用连接器厂商中收入占比从 11 年的 44%提升到 18 年的 67%，提升了 23 个百分点，占比提高主要来自于陕西华达与四川华丰，四川华丰、陕西华达两家占有率从 11 年的 48%下降到 18 年的 22%。中航光电、航天电器市占率提高一方面来自于公司自身强劲成长，同时龙头通过收购实现协同发展，也进一步提高了市占率。军用连接器领域强者恒强的稳固竞争格局已经形成。
- ◆ **ROE 长期上升的原因是净利率稳定、权益乘数及周转率长期提升**公司盈利能力一直保持稳定增长，净资产收益率从 2009 年的 8.99%提升至 2018 年 14.18%，显示了优异的持续盈利能力。公司盈利能力长期提升主要是在保持产品毛利率和净利率水平的同时，通过卓越的经营能力实现公司权益乘数和资产周转率长期提升。
- ◆ **成本控制能力优异，连接器毛利率或进一步提升。**2015-2017 年开始随着 PPI 同比快速上升，航天电器连接器毛利率反而实现企稳回升，同期中航光电、航天电子连接器基本保持稳定或下滑，这一趋势延续至 2018 年。我们认为期间公司连接器毛利率在材料价格上涨情况下仍能企稳回升主要受益于公司优异的成本控制能力，以及智能制造产线实施带动效率提升，工段用工数大幅减少、产品合格率良率明显提升，带动连接器毛利率提升。
- ◆ **公司总资产周转率长期趋势性上行，主要受益于公司固定资产周转率和存货周转率长期改善。**2012 年至 2016 年公司固定资产周转率大幅提升带动公司总周转率上升，主要是前期资本开支逐渐达产，而同时公司固定资产规模一直保持稳定，历年资本开支占比不高且稳定，带动周转率提升。公司固定资产周转率仍有提升空间。公司在智能制造方面取得明显成绩，效率提升显著，且智能产线改造投入资本开支与历年资本开支相比也并非显著增加，未来可能会出现固定资产规模仍维持目前水平、但使用效率显著提升的情况。
- ◆ **负债均为经营性负债，权益乘数仍有充分提升空间。**公司无有息负债、负债率低，主要通过上游的话语权，扩张经营性负债、尤其是应付账款来提高权益乘数。公司上市以来从未有过带息负债，藉由公司对上游话语权，权益乘数的扩张主要通过应付规模扩张实现，显示公司优异营运能力和对杠杆的谨慎态度。但从另一方面来看，这也为公司权益乘数扩张提供了潜在空间。同行业中航光电一直以来保持维持在 50%以上资产负债率，若未来业务发展需要，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

公司仍然有进一步提升空间。

- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2019-2021 年将实现营业收入 34.84 亿元、42.05 亿元、49.05 亿元，同比增长 22.93%、20.70%、16.63%；实现归母净利润 4.53 亿元、5.70 亿元、6.69 亿元，同比增长 26.17%、25.80%、17.35%；实现摊薄每股收益 1.06 元、1.33 元、1.56 元，我们看好航天电器收入端的持续扩张、毛利率进一步提升，能够长期保持较高的盈利能力，维持“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**宏观经济波动风险；同业竞争加剧，公司盈利水平下降；军工电子元器件需求不及预期，军费增长大幅不及预期；集团化发展带来经营管理难度加大，从而经营效率降低；军工央企资产证券化低于预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,612.13	2,834.08	3,483.80	4,205.09	4,904.53
增长率 YoY %	15.77%	8.50%	22.93%	20.70%	16.63%
归属母公司净利润(百万元)	311.39	358.95	452.89	569.74	668.57
增长率 YoY%	19.28%	15.27%	26.17%	25.80%	17.35%
毛利率%	36.23%	36.79%	37.07%	37.70%	38.13%
净资产收益率 ROE%	13.8%	14.2%	15.8%	17.4%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.84	1.06	1.33	1.56
市盈率 P/E(倍)	38.29	33.21	26.32	20.93	17.83
市净率 P/B(倍)	5.03	4.43	3.93	3.41	2.94

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2019 年 8 月 16 日收盘

目录

军用电连接器市场双强格局逐步稳固，航天电器有差异化优势.....	1
航天电器各品类收入增长情况分析.....	2
航天电器 ROE 水平仍在持续提升.....	5
ROE 长期上升的原因是净利率稳定、权益乘数及周转率长期提升.....	5
成本控制能力优异，连接器毛利率或进一步提升.....	7
受益于固定资产及存货周转率改善资产周转率长期上行，智能产线改造锦上添花.....	8
负债均为经营性负债，权益乘数仍有充分提升空间.....	9
盈利预测与投资评级.....	10
风险因素.....	10

表 目 录

表 1: 主要军用连接器厂家 2011 年至 2018 年军用连接器收入增长情况.....	1
---	---

图 目 录

图 1: 主要军用连接器企业收入占比变化明显，双强格局稳固.....	2
图 2: 航天电器各类产品收入增速.....	3
图 3: 航天电器各类产品均长期维持极高产销率.....	3
图 4: 航天电器产品销量及增速.....	4
图 5: 航天电器继电器平均单价.....	4
图 6: 航天电器连接器销量及收入增速.....	4
图 7: 航天电器连接器平均单价变化.....	4
图 8: 航天电器电机销量及收入增速.....	5
图 9: 航天电器电机平均单价变化.....	5
图 10: 航天电器盈利能力一直保持稳定增长.....	6
图 11: 航天电器综合及分产品毛利率、净利率保持稳定.....	6
图 12: 航天电器继电器有价格转移能力.....	6
图 13: 航天电器电机毛利率与材料价格关系.....	6
图 14: 航天电器电连接器毛利率企稳回升.....	7
图 15: 航天电器电连接器单价.....	7
图 16: 上游材料价格上涨时航天电器连接器毛利率仍处改上行通道.....	8
图 17: 航天电器总资产周转率长期趋势性上行.....	9
图 18: 固定资产周转率及存货周转率持续提升.....	9
图 19: 航天电器权益乘数较中航光电较低.....	10
图 20: 航天电器负债均为经营性负债.....	10

军用电连接器市场双强格局逐步稳固，航天电器有差异化优势

相较军工产业中下游，军工上游电子元器件在军工产业链上属于竞争较充分的产业环节，竞争主要集中在军工集团内部电子元器件企业。目前从事军用连接器生产的企业主要有中航光电、航天电器、陕西华达（原 853 厂）、四川华丰（原 796 厂）以及航天电子子公司杭州航天电子和郑州航天电子等几家老牌企业。

据调研，中航光电军品占总收入 50% 左右，其中连接器占军品收入 70%，即中航光电军用连接器占总收入比例约 35%；航天电器则连接器收入中有 70% 左右为军品，即约 41% 左右收入来自于军用连接器。其余陕西华达（原 853 厂）、四川华丰（原 796 厂）以及航天电子子公司杭州航天电子和郑州航天电子等几家收入基本来自军品。

中航光电、航天电器在军用连接器领域双强格局近年来逐步稳固。以前述军用连接器收入规模估算，中航光电、航天电器从 11 年至 18 年间收入平均增速远超其他几家及合计总增速，在军用连接器市场体现了强劲发展势头。

表 1：主要军用连接器厂家 2011 年至 2018 年军用连接器收入增长情况

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	期间平均增速
中航光电	22.9%	8.7%	23.9%	35.3%	34.2%	18.1%	18.1%	22.7%	23.0%
航天电器	2.1%	12.1%	19.7%	15.2%	23.4%	31.2%	29.4%	43.3%	22.0%
陕西华达	7.0%	1.9%	8.5%	8.8%	10.3%	1.4%	8.0%	13.5%	7.4%
四川华丰	5.8%	-1.9%	-0.9%	2.8%	9.8%	-1.4%	-14.1%	7.7%	1.0%
杭州航天电子	-0.5%	12.5%	22.2%	12.2%	2.2%	46.3%	3.5%	34.4%	16.6%
郑州航天电子	-9.3%	2.4%	24.5%	23.3%	12.6%	8.2%	36.4%	2.3%	12.5%
合计总增速	11.0%	7.2%	17.5%	19.7%	19.9%	14.6%	10.0%	18.8%	14.8%

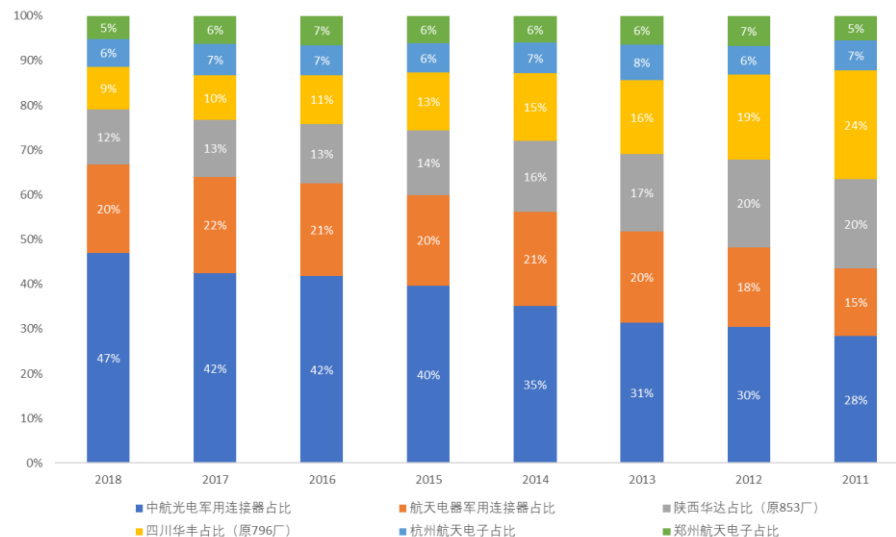
资料来源：万得，中国电子元器件协会历年榜单，信达证券研发中心

*各企业军用连接器收入测算：中航光电军品占总收入 50% 左右，其中连接器占军品收入 70%，即中航光电军用连接器占总收入比例约 35%；航天电器则连接器收入中有 70% 左右为军品，即约 41% 左右收入来自于军用连接器。其余企业军用占比以 100% 计。

除了行业整体较高速度增长外，中航光电、航天电器在竞争中也获得了更多市场份额。从 2012 年至 2018 年，中航光电、航天电器两家军用连接器收入在主要军用连接器厂商中收入占比从 11 年的 44% 提升到 18 年的 67%，提升了 23 个百分点，占比的提高主要来自于陕西华达与四川华丰，四川华丰、陕西华达两家占有率从 11 年的 48% 下降到 18 年的 22%。中航光电、航天电器市占率提高一方面来自于公司自身强劲成长，同时龙头通过收购实现协同发展，也进一步提高了市占率。军用连接器领域强者恒强的稳固竞争格局已经形成。

我们认为凭借航天电器在运载及导弹领域固有的竞争优势，商业航天兴起、国家航天发射任务饱满、以及军改后实战化训练对导弹武器消耗加速，将是航天电器与中航光电可形成差异化竞争优势的领域。

图 1: 主要军用连接器企业收入占比变化明显, 双强格局稳固



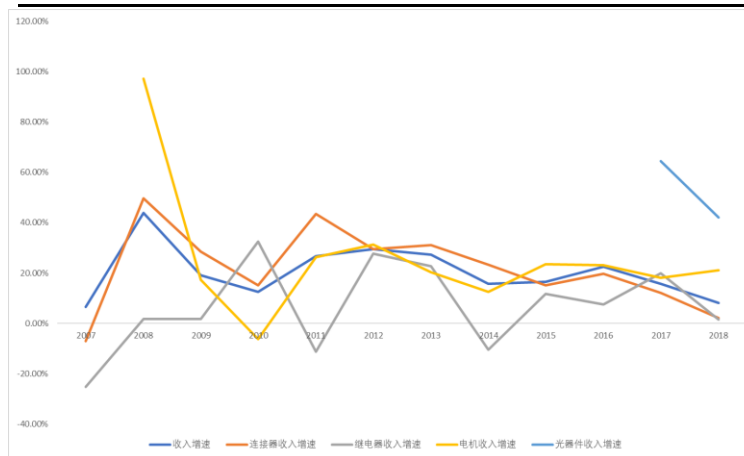
资料来源: 万得, 公司历年公告, 中国电子元器件协会历年榜单, 信达证券研发中心

*各企业军用连接器收入测算: 中航光电军品占总收入 50%左右, 其中连接器占军品收入 70%, 即中航光电军用连接器占总收入比例约 35%; 航天电器则连接器收入中有 70%左右为军品, 即约 41%左右收入来自于军用连接器。其余企业军用占比以 100%计。

航天电器各品类收入增长情况分析

公司收入增速将主要来自电连接器、电机销量不断增长, 继电器销量预计将保持稳定、但收入将随价格波动稳定提升, 光通信业务前景广阔。公司 04 年上市以来连续 15 年营收正增长, 营业收入复合增速达 23.3%。公司年均收入增长达 20.3%。公司收入长期持续增长源于公司产品需求提升, 销量不断扩大。公司军品配套占比较高、采用以销定产方式安排生产, 继电器、连接器、电机、光通信等产品历年产销量维持在 100%水平附近。

图 2：航天电器各类产品收入增速

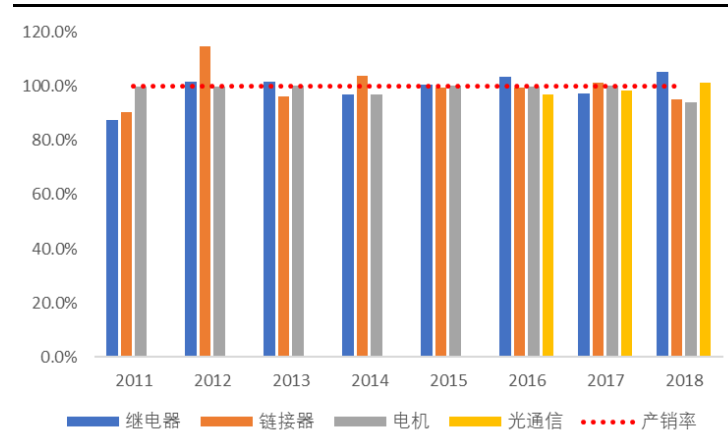


资料来源：万得，信达证券研发中心

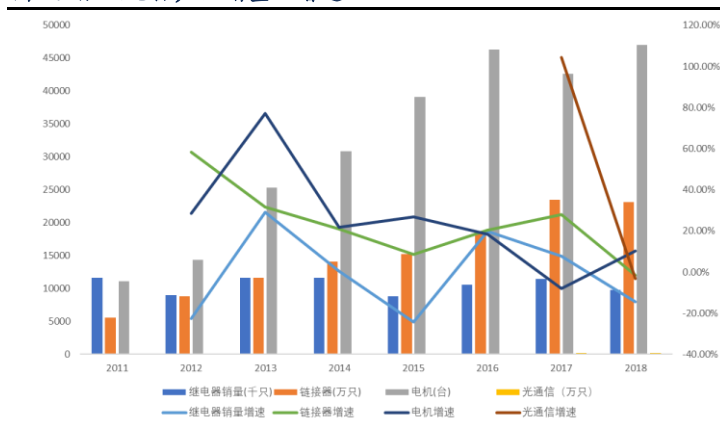
各产品需求呈现不同变化趋势：

1) 公司继电器销量预计将保持稳定规模、波动较小，收入增长主要来自于价格提升。公司继电器历年来销量保持在较稳定水平，没有明显增长。继电器行业市场规模不大，2017 年国内继电器行业市场规模 256.5 亿，军用继电器市场占比约在 1%~2%左右，是市场规模较小的细分行业。但军用配套需求刚性，销量也保持稳定。我们预计未来继电器销量仍将保持较稳定，公司军工高端继电器供需关系较为刚性，在价格上有一定话语权，虽然销量增长不明显，但继电器价格逐年调整幅度可观，预计未来仍将保持这一趋势。

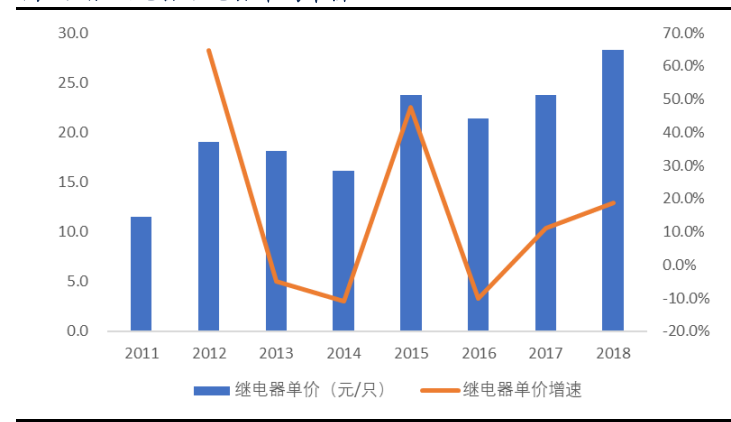
图 3：航天电器各类产品均长期维持极高产销率



资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

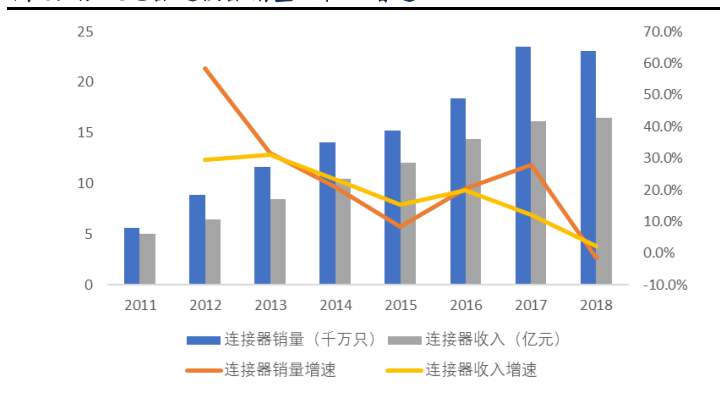
图 4：航天电器产品销量及增速


资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

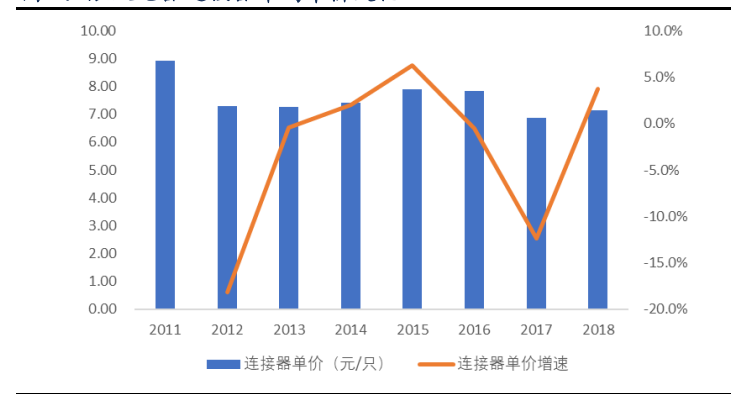
图 5：航天电器继电器平均单价


资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

2) 连接器销量将保持高增速，是公司仍有较高发展空间的业务板块。国内连接器行业市场规模超千亿，且近年来一直保持超全球行业增速的增长，2017年国内连接器行业增长15.9%。军用连接器市场也保持了较高增长，同时部分军工企业实施军转民战略，涉入民用市场，因此近年来军工连接器配套企业也呈现了较高增长态势。军用连接器市场集中度较高，航天电器市占率达20%左右，预计未来随着军事装备发展、军队装备信息化程度提升，对连接器需求仍将保持旺盛。除销量外，连接器收入一定程度还受单价变化影响，从历史情况看连接器单价2011年致2016年基本保持微涨，我们认为2017年至2018年的波动或与军民品产品结构变化有关。

图 6：航天电器连接器销量及收入增速


资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

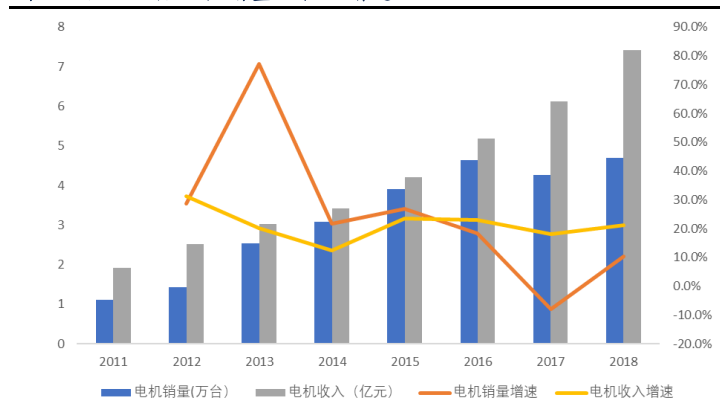
图 7：航天电器连接器平均单价变化


资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

3) 电机业务在军品领域有较大优势，将成为公司收入新增长极。国内微特电机主要生产商中，贵州林泉在伺服电机领域代表国内最高水平。公司电机销量自 2013 年放量之后一直保持较高增速增长，电机单价稳中有升。2018 年在公司电机销量实现 10% 增长，同时年末公司电机库存较上年增长 335.26%，原因为部分电机产品订货合同交付周期较长。我们认为由于公司电机多为军品配套、以销定产，电机库存增加并非需求萎缩，仅为下游客户根据生产进度延后交付，所以 18 年末电机库存增加未来仍将顺利转为收入，未来公司收入预计仍将保持较高增速。

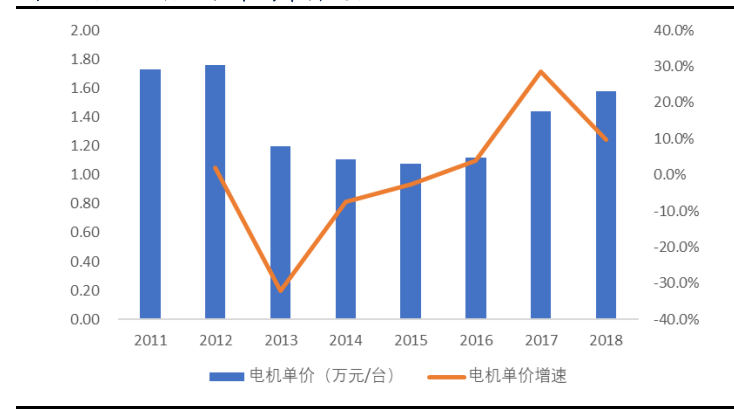
除销量增长外，公司电机单价变化对收入影响十分明显。根据 13 年后公司电机业务放量后价格变化趋势可以发现，公司在上游材料降价期间（13-15 年）仍能保持单价稳定，在 PPI 上行时（16-17 年）成本压力可以顺利转嫁至下游，说明公司在电机研发生产上极具优势。

图 8：航天电器电机销量及收入增速



资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

图 9：航天电器电机平均单价变化



资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

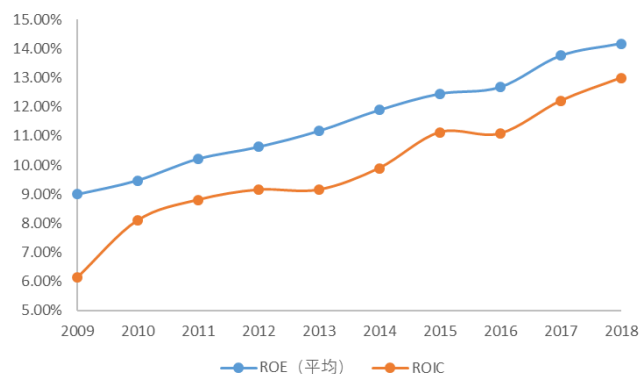
航天电器 ROE 水平仍在持续提升

ROE 长期上升的原因是净利率稳定、权益乘数及周转率长期提升

公司盈利能力一直保持稳定增长，净资产收益率从 2009 年的 8.99% 提升至 2018 年 14.18%，同时公司投入资本回报率也从 2009 年的 2.87% 提升至 2018 年 12.99%，ROIC 与 ROE 剪刀差不断缩小，显示了优异的持续盈利能力。公司盈利能力长期提升主要是在保持产品毛利率和净利率水平的同时，通过卓越的经营能力实现公司权益乘数和资产周转率长期提升。

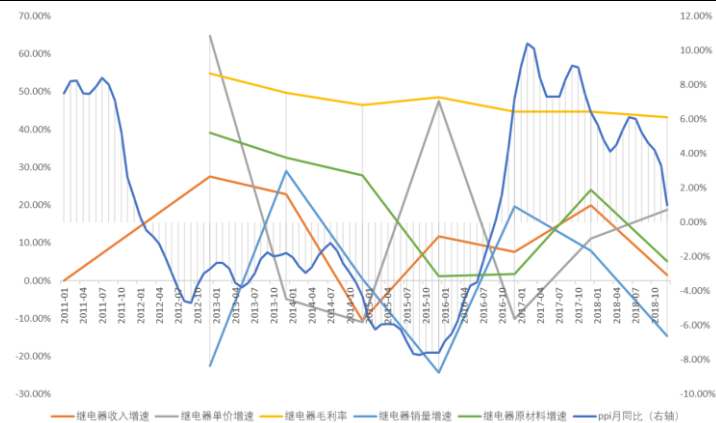
公司整体毛利率一直保持在较高水平，但长期受材料、产品结构（军民品）及需求影响仍然有小幅波动，在 15 年结束下降趋势稳定回升，毛利率回升重要原因之一是连接器毛利率保持稳定提升。分产品看，公司继电器、电机单价根据供需及材料价格变化调节能力较强，上游材料变化尤其是涨价能够传递至下游，通过产品涨价（或降价）保持毛利率稳定；此外我们发现公司继电器产品价格除会根据上游材料价格调整外，还根据当年销量有一定波动，尤其是当年销量规模较低时，继电器单价涨幅明显，这种情况有两种可能的原因，一种是公司可根据销量情况进行价格调整从而平滑收入波动，也可能是销量规模较低的年份所交付产品中高端产品（价格高）占比较高。

图 10: 航天电器盈利能力一直保持稳定增长



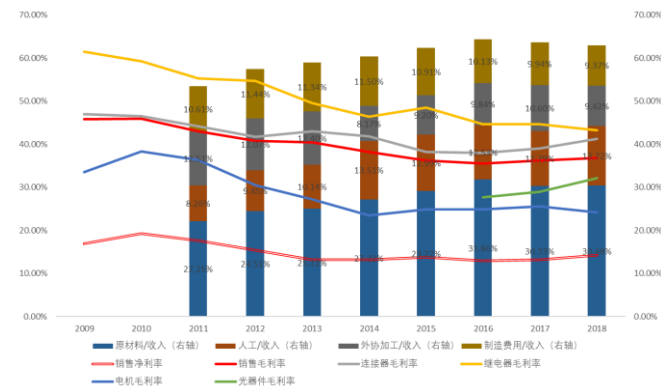
资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

图 12: 航天电器继电器有价格转移能力



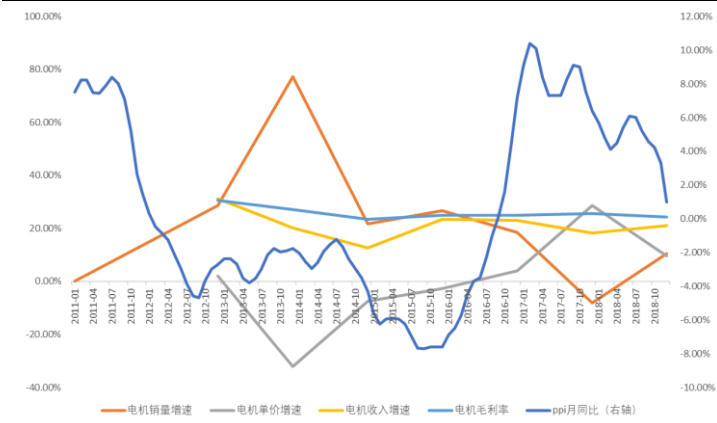
资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

图 11: 航天电器综合及分产品毛利率、净利率保持稳定



资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

图 13: 航天电器电机毛利率与材料价格关系

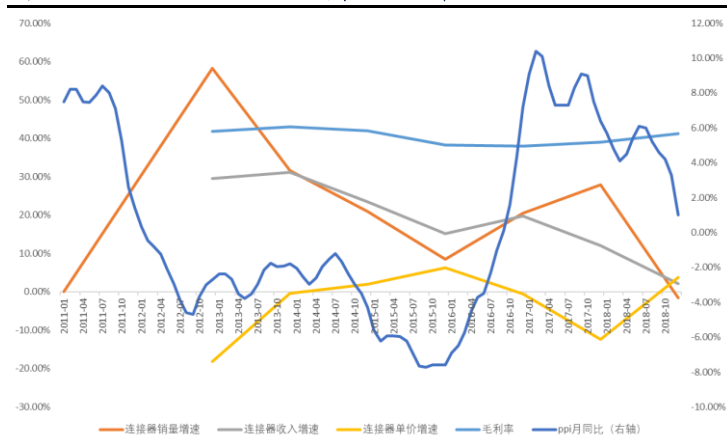


资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

成本控制能力优异，连接器毛利率或进一步提升

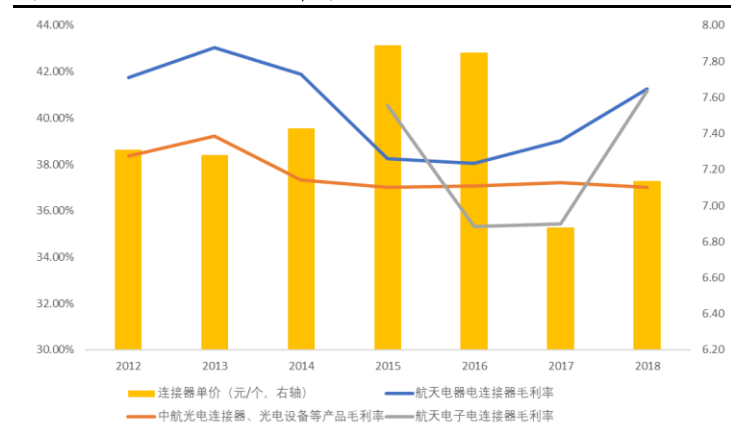
公司连接器毛利率在上游材料价格上涨趋势下企稳回升，优异的成本控制能力及智能制造产线实施或是主要原因，我们认为未来有望进一步改善。从 2013 年以来看公司连接器价格波动不大，毛利率近年来也保持在较稳定水平，与同行业可比公司中航光电、航天电子相关业务比较毛利率也具有明显优势。

图 14：航天电器电连接器毛利率企稳回升



资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

图 15：航天电器电连接器单价



资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

值得注意的是，公司连接器毛利率从 2015 年起企稳回升，结束了上市以来毛利率持续向下调整趋势，回升幅度明显。回顾公司及中航光电可比业务毛利率长期变化趋势，航天电器上市初毛利率水平很高，后渐调整至略高于行业整体的合理水平（军品配套占比较高），期间航天电器和中航光电连接器毛利率大体上随着 PPI 波动调整趋势一致，PPI 上涨时毛利率有所降低、反之亦然。但 2015-2017 年开始随着 PPI 同比快速上升，航天电器连接器毛利率反而实现企稳回升，同期中航光电、航天电子连接器基本保持稳定或下滑，这一趋势延续至 2018 年。我们认为期间公司连接器毛利率在材料价格上涨情况下仍能企稳回升主要有两方面原因：

- 1) 成本控制有效，管理能力卓越。公司自 2015 年开始以“成本工程、价值工程”推进为牵引，积极开展成本管控工作，当年采购成本实现下降。之后公司持续推进“成本工程、价值工程”和精益成本管控，持续优化重点产品工艺、供应链管理，历年的降本增效目标按预期达成。
- 2) 智能制造产线实施带动效率提升，工段用工数大幅减少、产品合格率良率明显提升，带动连接器毛利率提升。公司智能制造生产线改造始于 2016 年与西门子公司合作打造的连接器智能制造样板间，该样板间投入使用后实现全装配自动化率

不低于 60%，装备效率提升 200%。贵阳产品事业部麻花针合件自动化生产线改造后，实现了零件加工、过程检测、产品试验、数据采集、质量管控等方面的全过程管控。人均可维护 5 个自动化工位，工段员工由 60 人缩减至 28 人，人均月产量从 3.3 万件提升至 10.7 万件，产品的整体合格率也由 80% 提升至 95% 以上。2017 年开始公司结合《精密电子元器件智能制造新模式应用项目》建设，持续推进智能制造产线扩大。我们认为公司的智能化产线改造仍处于初期，未来随着智能化改造进一步实施，智能化改造后产线产值提升，公司人均产值、合格率良率将会进一步提升，带动公司毛利率进一步提升。

图 16：上游材料价格上涨时航天电器连接器毛利率仍处改善上行通道



资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

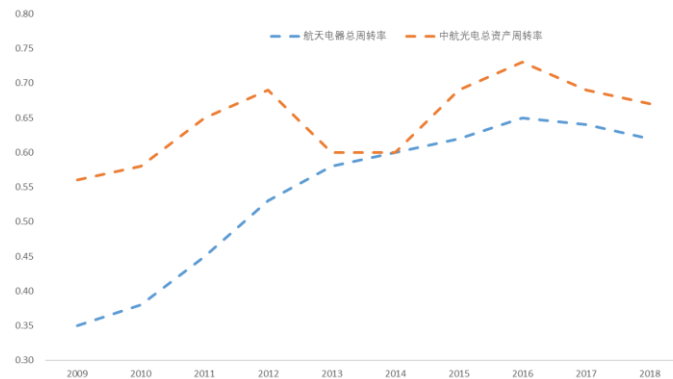
受益于固定资产及存货周转率改善资产周转率长期上行，智能产线改造锦上添花

公司总资产周转率长期趋势性上行，主要受益于公司固定资产周转率和存货周转率长期改善。公司总资产周转率与中航光电相较有一定差距，但长期上行，与中航光电差距明显缩小。公司营运能力提升主要得益于固定资产周转率和存货周转率长期改善。

公司资产周转率变化从 2012 年开始变化明显，2012 年至 2016 年公司固定资产周转率大幅提升带动公司总周转率上升，这一阶段主要驱动因素是公司在 2012 年-2013 年前期资本开支逐渐达产，产能释放、收入增长，而同时公司固定资产规模一直保持稳定，历年资本开支占比不高且稳定，带动周转率提升。这期间随着公司收入规模扩大，应收账款占比提高、应收周转降低，我们认为这一趋势不会对公司经营造成明显影响。2015 年至今，固定资产周转率逐步放缓，同时由于军改销售及回款均受到一定程度影响，公司在此期间资产周转率有所下行。我们认为周转率调整是短期趋势，公司营运能力在行业销售及回款改善后仍可步入改善通道，主要原因如下：

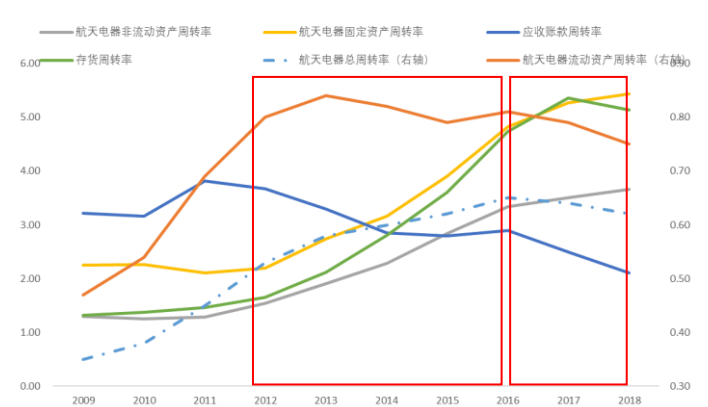
- 1) 全行业普遍反映军改对订单及回款影响明显，但此方面影响仅是推后了订单及回款周期，总量上应不会有明显缩减。公司下游终端客户主要为军方，在应收账款偿付能力上不存在问题。
- 2) 公司固定资产周转率仍有提升空间。公司在固定资产使用周转方面有其独有特征，即固定资产规模不大、每年资本开支投入不高，我们认为这主要原因是由于公司产品的定制化、小批量特点所决定的，整套生产工艺过程全部实现标准化存在难度，生产过程中仍需要显著人工投入。但近年来公司在智能制造方面取得明显成绩，效率提升显著，且智能产线改造投入资本开支与历年资本开支相比也并非显著增加，未来可能会出现固定资产规模仍维持目前水平、但使用效率显著提升的情况。

图 17：航天电器总资产周转率长期趋势性上行



资料来源：万得，公司历年公告，信达证券研发中心

图 18：固定资产周转率及存货周转率持续提升

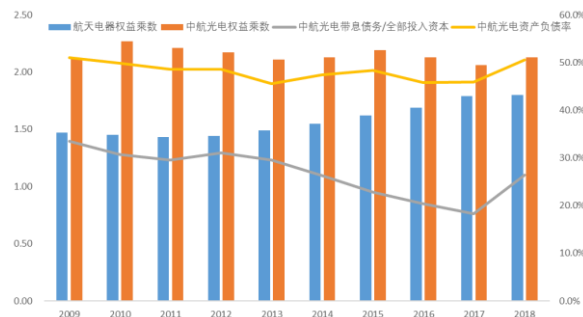


资料来源：万得，信达证券研发中心

负债均为经营性负债，权益乘数仍有充分提升空间

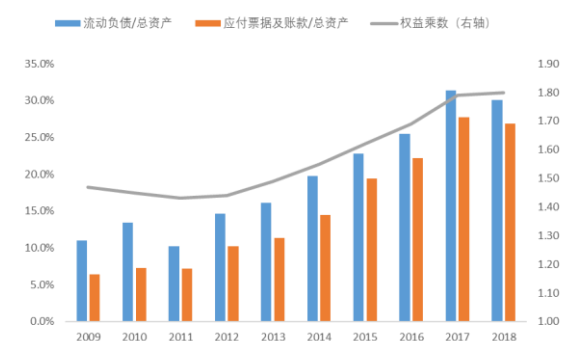
公司无有息负债、负债率低，主要通过对上游的话语权，扩张经营性负债、尤其是应付账款来提高权益乘数。公司上市以来从未有过带息负债，藉由公司对上游话语权，权益乘数的扩张主要通过应付规模扩张实现，显示公司优异营运能力和对杠杆的谨慎态度。但从另一方面来看，这也为公司权益乘数扩张提供了潜在空间。同行业中航光电一直以来保持维持在 50% 以上资产负债率，若未来业务发展需要，公司仍然有进一步提升空间。

图 19: 航天电器权益乘数较中航光电较低



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20: 航天电器负债均为经营性负债



资料来源：万得，信达证券研发中心

盈利预测与投资评级

我们预测公司 2019-2021 年将实现营业收入 34.84 亿元、42.05 亿元、49.05 亿元，同比增长 22.93%、20.70%、16.63%；实现归母净利润 4.53 亿元、5.70 亿元、6.69 亿元，同比增长 26.17%、25.80%、17.35%；实现摊薄每股收益 1.06 元、1.33 元、1.56 元，维持“买入”评级。

风险因素

- 1, 宏观经济波动风险;
- 2, 同业竞争加剧, 公司盈利水平下降;
- 3, 军工电子元器件需求不及预期, 军费增长大幅不及预期;
- 4, 集团化发展带来经营管理难度加大, 从而经营效率降低;
- 5, 军工央企资产证券化低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,621.67	3,943.25	4,514.72	5,439.32	6,316.79
货币资金	935.64	800.33	943.66	1,106.76	1,311.68
应收票据	1,064.40	1,238.98	1,471.31	1,807.13	2,059.90
应收账款	1,233.39	1,448.86	1,586.68	1,917.52	2,236.47
预付账款	39.22	63.23	58.96	74.86	91.80
存货	328.12	369.65	431.91	510.84	594.73
其他	20.90	22.20	22.20	22.20	22.20
非流动资产	770.35	778.46	819.87	813.00	845.23
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	491.84	552.37	531.64	536.90	535.57
无形资产	87.31	111.23	123.55	130.19	146.50
其他	191.21	114.86	164.67	145.92	163.17
资产总计	4,392.02	4,721.71	5,334.58	6,252.32	7,162.01
流动负债	1,377.27	1,419.51	1,633.58	2,022.01	2,290.18
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	401.73	460.43	462.65	619.31	712.50
应付账款	814.70	807.01	1,001.59	1,219.40	1,388.51
其他	160.84	152.08	169.34	183.30	189.17
非流动负债	184.83	116.17	116.17	116.17	116.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	184.83	116.17	116.17	116.17	116.17
负债合计	1,562.10	1,535.68	1,749.75	2,138.18	2,406.35
少数股东权益	457.90	494.98	548.15	614.98	695.18
归属母公司股东权益	2,372.02	2,691.04	3,036.68	3,499.17	4,060.49
负债和股东权益	4,392.02	4,721.71	5,334.58	6,252.32	7,162.01

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,612.13	2,834.08	3,483.80	4,205.09	4,904.53
同比(%)	15.77%	8.50%	22.93%	20.70%	16.63%
归属母公司净利润	311.39	358.95	452.89	569.74	668.57
同比(%)	19.28%	15.27%	26.17%	25.80%	17.35%
毛利率(%)	36.23%	36.79%	37.07%	37.70%	38.13%
ROE%	13.8%	14.2%	15.8%	17.4%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.84	1.06	1.33	1.56
P/E	38.29	33.21	26.32	20.93	17.83
P/B	5.03	4.43	3.93	3.41	2.94
EV/EBITDA	26.10	22.13	17.91	14.65	12.77

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,612.13	2,834.08	3,483.80	4,205.09	4,904.53
营业成本	1,665.71	1,791.47	2,192.43	2,619.72	3,034.36
营业税金及附加	8.48	8.55	11.09	13.24	14.71
销售费用	98.28	103.98	117.94	151.62	161.85
管理费用	466.55	234.36	288.11	349.02	407.08
研发费用	0.00	301.63	341.41	399.48	489.52
财务费用	-13.39	-17.41	-18.54	-19.71	-15.83
减值损失合计	22.63	13.95	22.56	26.80	27.97
投资净收益	0.52	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.41	33.29	24.33	28.80	26.56
营业利润	379.80	430.84	553.13	693.72	811.44
营业外收支	11.57	14.42	12.38	12.79	13.20
利润总额	391.38	445.26	565.51	706.51	824.64
所得税	45.94	41.36	59.45	69.95	75.87
净利润	345.43	403.90	506.06	636.56	748.77
少数股东损益	34.04	44.95	53.17	66.82	80.20
归属母公司净利润	311.39	358.95	452.89	569.74	668.57
EBITDA	456.74	538.67	665.75	813.95	933.83
EPS(当年)(元)	0.73	0.84	1.06	1.33	1.56

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	185.73	121.71	391.95	369.24	452.14
净利润	345.43	403.90	506.06	636.56	748.77
折旧摊销	82.51	93.11	100.24	107.44	109.19
财务费用	-17.14	0.30	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.52	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-244.47	-389.67	-236.63	-399.88	-432.34
其它	19.92	14.06	22.28	25.11	26.52
投资活动现金流	-70.61	-100.95	-141.37	-98.89	-139.97
资本支出	-93.26	-100.95	-141.37	-98.89	-139.97
长期投资	5.52	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.14	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-112.42	-116.41	-107.25	-107.25	-107.25
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	116.02	116.41	107.25	107.25	107.25
现金流净增加额	1.18	-94.35	143.33	163.10	204.92

研究团队简介

李勇鹏，军工行业首席分析师。毕业于北京理工大学固体力学系，先后于中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院就职近 7 年，从事民用飞机设计、航天运输系统领域规划、项目预先研究及技术攻关等工作，曾参与 C919、庞巴迪 C 系列等民用客机设计，以及航天领域多项重大工程研究攻关。2015 年 9 月至 2017 年 8 月就职于民生证券，从事机械行业研究。2017 年 9 月加入信达证券从事军工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。