

2019年10月30日

# 前三季度业绩超预期大幅增长，战机龙头放异彩

## 中航沈飞 (600760.SH)

**※事件：**公司发布2019年三季报，前三季度实现营业收入158.90亿元（同比+37.1%），归母净利润6.20亿元（同比+98.4%），每股收益0.44元/股。

**※点评：**（1）公司前三季度实现营业收入158.90亿元，同比大增37.1%，主要系公司产品销售与交付增加以及生产节奏与去年同期相比更加均衡所致。Q3实现营业收入46.06亿元，同比下降13.7%，主要原因并非订单原因，系报告期交付节奏与去年同期不同所致；（2）公司前三季度实现归母净利润6.20亿元，同比大增98.4%，归母净利润增速高于营收增速的主要原因有：a) 前三季度毛利率8.8%，同比上升1.1pct，增长幅度较大；b) 前三季度管理费用率微降0.7pct，主要系2018Q1其他管理费用较多导致2018年前三季度管理费用率基数较大所致；c) 前三季度财务费用较去年同期减少1475万元，主要系利息支出减少所致；d) 前三季度其他收益同比增加131.6%，主要系政府补助增加所致。Q3实现归母净利润1.9亿元，同比下降10.9%，主要系Q3营业收入同比下降所致。（3）其他费用率方面，公司前三季度研发费用率较上年同期增加0.3pct，主要系研发投入增加所致；前三季度销售费用率与去年同期持平。（4）在资产负债方面，a) 应收账款，期末较期初增加41.0%，主要系产品销售收入增加所致；b) 应付账款，期末较期初增加36.7%，主要系采购增加所致。（5）在现金流方面，经营活动现金流净额，本期0.6亿元，上年同期-11.6亿元，主要系本期收到贷款增加所致。

**※国家战略、政策推动航空防务装备业迎来新高峰。**航空防务装备需求源自国防安全需求，行业发展以满足国家战略需要、国防建设和战略安全为中心，国家战略、国防政策对行业发展具有决定性的影响。在当前国家加快国防现代化建设及航空武器装备升级换代的大背景下，航空防务装备产品规模交付与新装备研制将迎来新的高峰期。

**※受益国内战斗机存量升级、总量提升，公司订单或大幅增加。**

1) 歼-16受益二代机的升级换代趋势，未来叠加对歼轰-7和苏-30MKK的替换空间及新增需求，缺口约在300架左右。2) 舰载机有望成为另一主要业绩增长点。随着我国航母加速建设，舰载机列装任务紧迫，歼-15作为现役唯一舰载机型或可受益，同时歼-31有望成为新一代具有隐形性能的航母舰载机，外贸出口同样

### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：首次覆盖  
目标价格：43.16  
最新收盘价：29.67

股票代码：600760  
52周最高价/最低价：38.22/26.86  
总市值(亿)：415  
自由流通市值(亿)：111  
自由流通股数(百万)：374



军工行业首席分析师：段小虎  
邮箱：duanxh@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519090001  
联系电话：010-51662928

值得期待。

**※军品定价机制改革有望大幅提升盈利水平。**公司战斗机整机产品受限于5%的成本加成定价机制，利润率较低，2017/2018年公司净利润率分别为3.6%/3.7%。随着军品定价机制改革的推进，“成本加法”将逐渐向“目标价格法”转变，整机厂商盈利能力有望逐步改善。根据国际可对标企业情况，若军品定价机制改革实施，整机厂商的净利润率长期有望从当前的2-4%提升至5%-8%，可大幅增加盈利水平。

**※投资建议：**作为战斗机整机制造龙头，公司将直接受益于战斗机更新换代以及需求量加速释放带动的行业增长，我们预计公司2019/2020/2021年可实现营业收入236.99/286.48/351.31亿元，同比增长17.6%/20.9%/22.6%；归母净利润9.18/11.63/14.85亿元，同比增长23.5%/26.7%/27.7%；EPS 0.66/0.83/1.06元；对应PE 45/36/28倍。参考可比上市公司估值水平，考虑到公司所处行业的高成长性和整机制造龙头地位，我们以2020年预测EPS给予52倍PE估值溢价，目标价格43.16元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**※风险提示：**a) 未来我国战斗机需求主要来源于老旧装备替换以及整体数量的增加，如果装备升级速度或军方采购速度放缓，将影响公司战斗机订单；b) 若新型舰载机研发进展不达预期推迟上舰时间，或受国际环境影响外贸出口受阻，也将对公司业绩增长产生不利影响。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19459.28	20150.86	23699.43	28647.87	35130.89
YoY (%)	1585.60%	3.55%	17.61%	20.88%	22.63%
归母净利润(百万元)	706.78	743.24	917.66	1162.64	1484.84
YoY (%)	2445.55%	5.16%	23.47%	26.70%	27.71%
毛利率 (%)	9.51%	9.09%	9.11%	9.19%	9.35%
每股收益(元)	0.51	0.53	0.66	0.83	1.06
ROE	18.67%	9.91%	10.45%	11.69%	12.99%
市盈率	68.98	52.21	45.28	35.74	27.98

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司是中国歼击机的摇篮，前三季度营收利润大幅增长.....	4
2. 战略利好航空防务装备制造，战机存量升级及总量提升需求释放在即.....	7
3. 推出首期股权激励计划，经营管理水平有望提升 .....	8
4. 军品定价机制改革大幅提升公司盈利能力 .....	8
5. 投资建议 .....	9
6. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1 近三年沈飞集团营收及归母净利润保持稳健增长 .....	5
图 2 公司毛利率/净利率/费用率情况（单季） .....	6
图 3 公司 PE（TTM）水平 .....	6
表 1 沈飞集团子公司主营业务 .....	4
表 2 沈飞集团母公司/线束公司预计可顺利兑现业绩承诺（单位：万元） .....	5
表 3 2018-2019 前三季度公司经营计划的完成情况（单位：亿元） .....	6
表 4 我国战斗机列装情况 .....	7
表 5 解锁安排及本公司业绩考核条件.....	8
表 6 可比上市公司估值水平 .....	9

## 1. 公司是中国歼击机的摇篮，前三季度营收利润大幅增长

公司前身为山东黑豹股份有限公司。2017 年通过重大资产重组，山东黑豹置出原有资产及负债，置入航空工业沈飞集团 100% 股权，实现核心军工资产整体上市。沈飞集团作为中航沈飞唯一的全资子公司，负责其全部经营性业务的开展与运营。

沈飞集团始终将航空防务装备的研发和制造业务作为核心业务，涵盖了研发、试验、试飞、生产、改型等全部工艺流程，形成了较为全面的歼击机产品系列，在航空防务装备领域具有较强的核心竞争力和领先的行业地位。50 年来，沈飞集团公司先后研制生产了 20 多种型号几千架飞机，为中国航空工业的发展和国防现代化建设做出了重大贡献，被誉为“中国歼击机的摇篮”。在国防战略转型及航空武器装备升级换代的驱动下，沈飞集团新机研制稳步推进，当前核心在产机型包括歼-11、歼-15、歼-16，歼-31 于 2012 年完成首飞，目前处于研发阶段，有望成为新一代舰载隐形战机。

沈飞集团拥有 5 家子公司，经营范围涵盖非航空及航空零件加工、仓储设备、线束、物流管控等领域。其中沈飞民品业绩突出，2018 年报数据显示其年营收约为 2.07 亿元，充分体现了公司“军民结合”的战略转型，为军品业务提供了有力支撑。

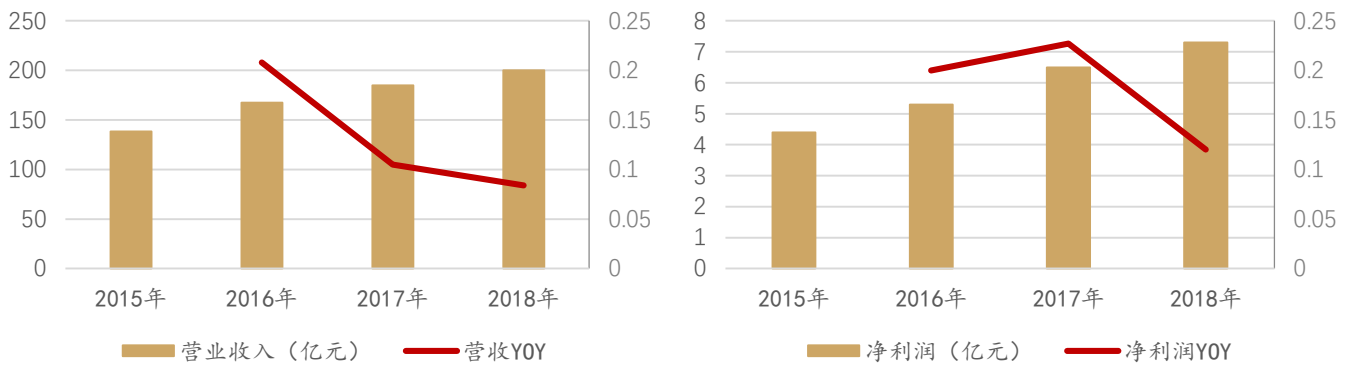
表 1 沈飞集团子公司主营业务

	主营业务	2018 年营业额 (亿元)
沈飞民品	非航产品及航空零件加工等业务的企业，为沈飞集团提供零件加工支持	2.07
沈飞物流装备	从事数控自动化仓储设备生产及维修等非航产品	0.88
上海沈飞国贸 (拟挂牌转让)	上海沈飞目前未开展经营业务，以房屋租赁为主，无特殊资质要求	0.02
沈飞线束	军民机及民品项目的线束产品研发、生产、销售、技术咨询业务	
沈飞会服	为特定用户，在产品交付、客户培训、科研交流等环节存在的事住宿、餐饮及会议服务后勤服务需求	0.36

资料来源：环球网，搜狐网，华西证券研究所

2018 年中航沈飞实现营收 201.51 亿元，同比增长 3.56%，其中公司主业航空制造业实现营业收入 198.08 亿元，同比增长 9.47%。2018 年公司经营计划顺利完成，得益于均衡生产策略，通过精细计划制定、加强器材采购、零部件配套管控等举措，保障了年度经营计划的顺利完成。

图 1 近三年沈飞集团营收及归母净利润保持稳健增长



资料来源: wind, 华西证券研究所

公司前三季度业绩同比大增, 受益均衡生产及销量增加。2019 年前三季度, 中航沈飞实现营业收入 158.90 亿元, 同比增加 37.1%, 实现归母净利润 6.20 亿元, 同比大增 98.4%。营业收入大幅增加, 主要系公司产品销售与交付增加以及生产节奏与去年同期相比更加均衡所致。归母净利润增速高于营收增速的主要原因有: a) 前三季度毛利率 8.8%, 同比上升 1.1pct, 增长幅度较大; b) 前三季度管理费用率微降 0.7pct, 主要是公司经营管理水平有所提高所致; c) 前三季度财务费用较去年同期减少 1475 万元, 主要是利息支出减少所致; d) 前三季度其他收益同比增加 131.6%, 主要是政府补助增加所致。

沈飞集团母公司有望继续超额完成业绩承诺。根据公司 2017 年与航空工业集团签署的《盈利预测补偿协议》, 航空工业集团承诺, 沈飞集团母公司在 2017/2018/2019 年扣非净利润分别不低于 5.98/6.40/6.67 亿元; 2017/2018 年沈飞公司实际完成 6.04/6.47 亿元, 实现超额完成率 101.0%/101.0%; 2019 年上半年沈飞公司已完成 4.11 亿元, 完成率达 61.6%, 全年仍有望超额完成业绩承诺。

表 2 沈飞集团母公司/线束公司预计可顺利兑现业绩承诺 (单位: 万元)

业绩承诺标的资产	2018 年			2019 年		
	承诺	实际完成	完成率	承诺	实际完成	完成率
沈飞公司	64,028.51	64,693.29	101.0%	66,680.78	41,068.29	61.6%
物装公司	382.41	386.06	101.0%	370.84	-903.83	-
线束公司	418.14	476.88	114.0%	430.44	515.77	119.8%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

注: 2019 年实际完成数据为上半年度数据。

根据中航沈飞 2019 年内部管理控制指标, 公司计划实现营业收入 220.26 亿元, 净利润 8.12 亿元; 截至前三季度, 公司营业收入/归母净利润的完成率分别为 72%/76%, 生产交付进展顺利。

表 3 2018-2019 前三季度公司经营计划的完成情况 (单位: 亿元)

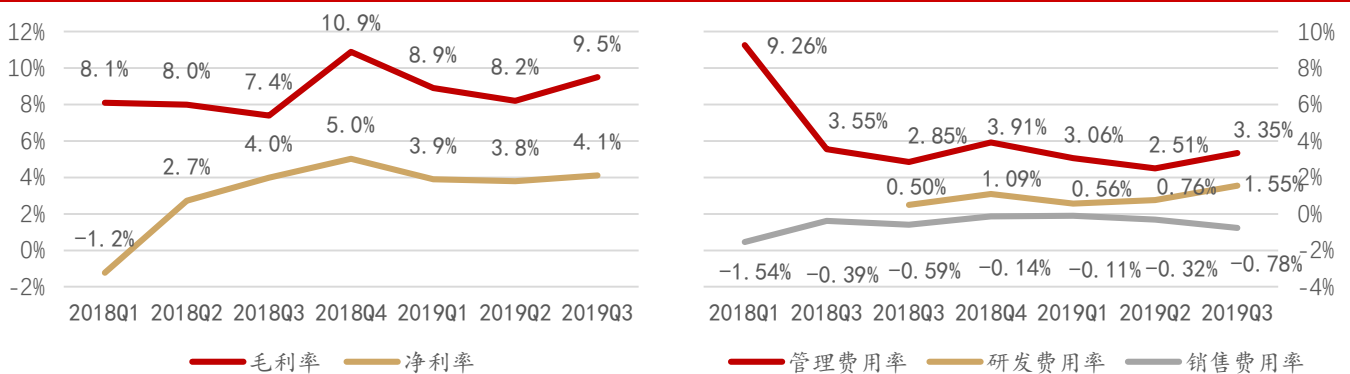
项目	2018 年		2019 年	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
计划	196	7.2	220	8.12
实际完成	202	7.4	159	6.20
完成率	103%	104%	72%	76%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

注: 2019 年实际完成数据为前三季度数据。

受制于成本加成的定价机制, 公司的毛利率以及净利率水平较低, 近两年基本维持在 8.5%及 4.0%上下浮动, 最近两期数据有上升趋势。公司销售费用率很低, 基本不发生财务费用支出, 管理费用率及研发费用率基本在 3%及 0.9%上下浮动, 最近两期数据有上升趋势。

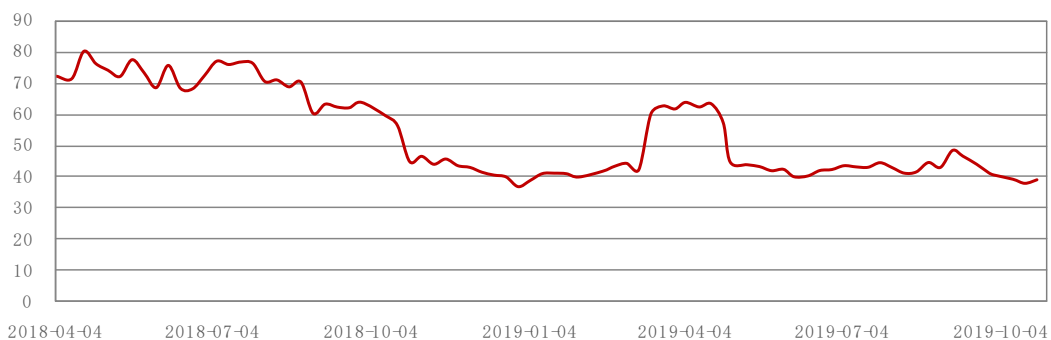
图 2 公司毛利率/净利率/费用率情况 (单季)



资料来源: wind, 华西证券研究所

资产负债表方面, 公司三季度末应收账款较期初增加 40.98%, 主要是销售产品增加所致; 应付账款较期初增加 36.68%, 主要是采购增加所致。公司前三季度经营活动现金流净额为 0.6 亿元, 上年同期为-11.6 亿元, 主要是本期收到货款增加所致, 现金流状况有所改善。

图 3 公司 PE (TTM) 水平



资料来源: wind, 华西证券研究所

## 2. 战略利好航空防务装备制造，战机存量升级及总量提升

### 需求释放在即

受国家战略、政策推动，航空防务装备业将迎新高峰。航空防务装备需求源自国防安全需求，行业发展以满足国家战略需要、国防建设和战略安全为中心，国家战略、国防政策对行业发展具有决定性的影响。十九大报告指出“要适应新军事革命发展趋势和国家安全需求，确保到 2020 年基本实现机械化，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”，并强调“军队是要准备打仗的，一切工作都必须坚持战斗力标准，向能打仗、打胜仗聚焦”。在当前国家加快国防现代化建设及航空武器装备升级换代的大背景下，航空防务装备产品规模交付与新装备研制将迎来新的高峰期。

战斗机次代落后，未来存量升级及总量增长规模可观。根据《World Air Force 2019》数据，我国战斗机总量 1624 架，位居全球第二位，但不足美国总量的 60%，数量上仍存在一定差距；我国战斗机以二代/三代机为主（二代占比 46%），而美国全部列装了三代/四代机（三代占比 89%），在机型次代上明显落后于美国。我国战斗机既存在存量机型升级换代的需求，也存在总量提升的需求。未来，我国存量二代战机将逐步升级换代为三/四代战机，多用途战机、航母舰载机将成为总量提升中表现最为亮眼的细分领域。

表 4 我国战斗机列装情况

型号	数量（架）	代次
歼-7	418	第二代
歼-8	143	第二代
歼-10	260	第三代
歼-11	346	第三代
歼-16		第三代
歼-15	45	第三代
歼-20	10	第四代

资料来源：《World Air Force 2019》，华西证券研究所

歼-16 战机将有望成为未来装备的多用途战斗机主力机型。歼-16 于 2011 年在沈阳完成首飞，是基于苏-30MKK 的外形设计和歼-11 战斗机的操作系统，由沈飞集团自主研发的双座双发多用途战斗机。相对于歼轰-7 较差的自卫能力，歼-16 装备先进的太行发动机，以保证在挂载空对舰导弹后，仍然可进行自卫空战；相对于苏-30MKK，歼-16 装备新一代前红外观瞄系统和自动电子扫描有源相控阵雷达，可以实现在更远的防区外对目标进行精确的探测和识别，并且也可以进行多目标作战。根据《World Air Force 2019》数据，推算歼-16 对歼轰-7 的换代空间为 100 架左右；据 SIPRI（斯德哥尔摩国际和平研究所）及凤凰网报道我国曾陆续引进约百架苏-30MKK，得出歼-16 对苏-30MKK 的换代空间为百架左右。根据多用途战斗机未来加速发展的世界潮流，我们认为我国重型多用途战斗机的未来需求或将增加约 100 架。由此，推测歼-16 的总换装空间有望达到 300 架以上。

歼-15 是现役唯一舰载机型，我国航母舰载机需求量约 200-300 架。航母舰载机的数量和质量则直接决定了航母的战斗力。目前我国现役航母辽宁舰的舰载机即为沈飞集团生产的歼-15 型战斗机。歼-15 是基于苏-33 原型机的外形设计和歼-11B 的武器系统的双发重型舰载歼击机。歼-15 于 2009 年 8 月首次试飞，于 2012 年 11 月在辽宁舰上进行舰测和起飞测试，标志着中国海军航空兵进入航母时代。2013 年，沈飞集团生产出第一架量产型歼-15。2017 年 4 月，我国第一艘国产航母 001A 正式下

水时也舰载了歼-15。据搜狐网报道，一艘航母上舰载战斗机数量约为 50 架；据赫芬顿邮报、国家利益及韩中央日报等多家媒体报道，2025 年中国航母数量或将达到 6 艘；对标美国航母编制，考虑到我国航母技术较美国落后，舰载战斗机数量可能较少，可以推测出，我国航母舰载战斗机的需求量在 200-300 架。

歼-31 有望成为新一代隐形航母舰载机，外贸出口同样值得期待。FC-31 是我国具有自主知识产权的单座双发隐形战斗机，2019 年 6 月亮相巴黎航展，新模型在发动机处有所改动，将有利于其作为舰载机的性能发挥。我们判断 FC-31 研发进展顺利，随着我国航母编队加速，舰载机列装任务紧迫，FC-31 或将作为新一代舰载机出现在我国航母之上，若成功上舰，假设其列装数量达到航母舰载机需求量的一半，则需求量达到 100-150 架；此外，FC-31 兼具较高的性价比和优异的综合性能，外贸订单同样值得期待。

### 3. 推出首期股权激励计划，经营管理水平有望提升

2018 年 11 月，公司限制性股票激励计划（第一期）股份授予完成。本次股权激励对象为 12 位公司高管以及 68 位对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理和技术骨干，授予价格为 22.53 元/股，有效期 5 年（2 年禁售期加 3 年解锁期）。在解锁期内，若达到本次激励计划规定的解锁条件，激励对象获授的限制性股票可分三期解锁。

表 5 解锁安排及本公司业绩考核条件

解锁期	业绩考核目标	解锁比例
第一次解锁：授予日起满 24 个月后首个交易日~授予日起 36 个月内最后一个交易日	1、可解锁日前一会计年度净 ROE 不低于 6.5%，且不低于对标企业 75 分位； 2、可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度净利润复合增长率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位； 3、可解锁日前一个会计年度 EVA 完成情况达到航空工业下达的考核目标，且 $\Delta EVA > 0$ 。	33%
第二次解锁：授予日起满 36 个月后首个交易日~授予日起 48 个月内最后一个交易日	1、ROE 不低于 7.5% 及对标企业 75 分位； 2、净利润复合增长率不低于 10.5% 及对标企业 75 分位； 3、同上。	33%
第三次解锁：授予日起满 48 个月后首个交易日~授予日起 60 个月内最后一个交易日	1、ROE 不低于 8.5% 及对标企业 75 分位； 2、净利润复合增长率不低于 11% 及对标企业 75 分位； 3、同上。	34%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为，本次股权激励能进一步完善公司的法人治理结构，充分调动董事、高级管理人员与骨干员工的工作积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，提高公司的经营管理水平，促进公司经营业绩平稳快速提升。

### 4. 军品定价机制改革大幅提升公司盈利能力

据中国航空报报道，2019 年 3 月，航空工业计划财务部在成都组织开展 2019 年装备价格业务工作培训，军方专家分别就装备定价议价新规则及其实施细则、装备购置价格审核相关政策法规进行解读。2019 年来，军品定价机制改革持续升温，我们预计，相关措施有望加速落地。

公司战斗机整机产品受限于 5% 的成本加成定价机制，利润率较低，2017/2018 年公司净利润率分别为 3.6%/3.7%。随着军品定价机制改革的推进，“成本加成法”将逐渐向“目标价格法”转变，整机厂商盈利能力有望逐步改善。根据国际可对标企业



情况，若军品定价机制改革实施，整机厂商的净利润率长期有望从当前的 2-4% 提升至 5%-8%，可大幅增加盈利水平。

## 5. 投资建议

核心假设：1) 我国国防经费支出持续维持在 7-8% 左右的水平，装备支出占比保持增长，采购开支以 10%-15% 的速率增长。公司作为战斗机整机厂持续受益于国防装备采购的增长。2) 未来我国将快淘汰二代机的步伐，尽快列装三代机和四代机，以满足我国空/海军对先进战机的需求。公司歼-16、歼-31 将受益于老旧型号战机升级以及舰载机需求的释放。3) 军品定价机制改革稳步推进，提升公司盈利水平。

作为战斗机整机制造龙头，公司将直接受益于战斗机更新换代以及需求量加速释放带动的行业增长，我们预计公司 2019/2020/2021 年可实现营业收入 236.99/286.48/351.31 亿元，同比增长 17.6%/20.9%/22.6%；归母净利润 9.18/11.63/14.85 亿元，同比增长 23.5%/26.7%/27.7%；EPS 0.66/0.83/1.06 元；对应 PE 45/36/28 倍。参考可比上市公司估值水平，考虑到公司所处行业的高成长性和整机制造龙头地位，我们以 2020 年预测 EPS 给予 52 倍 PE 估值溢价，目标价格 43.16 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 6 可比上市公司估值水平

代码	证券简称	2019/10/30	PE			
		收盘价	18A	19E	20E	21E
600038.SH	中直股份	45.00	43.15	38.87	31.03	25.04
000768.SH	中航飞机	14.90	65.67	66.37	57.57	49.94
600967.SH	内蒙一机	10.37	32.92	27.63	22.91	19.39
600118.SH	中国卫星	20.88	49.04	53.47	47.56	42.46
600893.SH	航发动力	21.12	45.93	40.58	36.79	33.37
行业平均值			47.34	45.38	39.17	34.04
行业中位数			45.93	40.58	36.79	33.37
华西预测	中航沈飞	29.15	52.21	45.28	35.74	27.98

资料来源：wind，华西证券研究所 注：内蒙一机、中国卫星的 2019/20/21 年 PE 为 wind 一致预测

## 6. 风险提示

a) 未来我国战斗机需求主要来源于老旧装备替换以及整体数量的增加，如果装备升级速度或军方采购速度放缓，将影响公司战斗机订单；b) 若新型舰载机研发进展不达预期推迟上舰时间，或受国际环境影响外贸出口受阻，也将对公司业绩增长产生不利影响。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	20150.86	23699.43	28647.87	35130.89	净利润	727.88	920.52	1166.27	1489.48
YoY (%)	3.55%	17.61%	20.88%	22.63%	折旧和摊销	508.28	1122.74	1122.74	1120.91
营业成本	18319.02	21540.41	26015.13	31846.15	营运资金变动	429.79	9999.07	-	9942.96
营业税金及附加	33.51	39.42	47.65	58.43	经营活动现金流	255.71	-8003.58	12377.27	-7466.45
销售费用	15.27	17.96	21.71	26.62	资本开支	711.97	0.00	0.00	0.00
管理费用	757.59	950.35	1140.19	1405.24	投资	783.51	8847.97	-	8793.69
财务费用	-87.84	-68.17	-123.93	-183.62	投资活动现金流	-590.46	27.19	27.19	27.19
资产减值损失	68.16	28.36	28.36	28.36	股权募资	71.44	0.00	0.00	0.00
投资收益	-32.72	0.00	0.00	0.00	债务募资	234.50	-223.50	0.00	0.00
营业利润	840.82	1191.11	1518.78	1949.71	筹资活动现金流	423.28	-139.07	140.19	199.87
营业外收支	-0.73	36.25	36.25	36.25	现金净流量	86.93	-8115.47	12544.65	-7239.38
利润总额	840.09	1227.36	1555.03	1985.97	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
所得税	112.20	306.84	388.76	496.49	<b>成长能力</b>				
净利润	727.88	920.52	1166.27	1489.48	营业收入增长率	3.55%	17.61%	20.88%	22.63%
归属于母公司净利润	743.24	917.66	1162.64	1484.84	净利润增长率	1.01%	26.47%	26.70%	27.71%
YoY (%)	5.16%	23.47%	26.70%	27.71%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.53	0.66	0.83	1.06	毛利率	9.09%	9.11%	9.19%	9.35%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	净利率	3.61%	3.88%	4.07%	4.24%
货币资金	9225.81	1110.35	13655.00	6415.61	总资产收益率 ROA	2.59%	9.42%	4.14%	8.86%
预付款项	2884.64	2608.21	4029.36	4104.92	净资产收益率 ROE	9.91%	10.45%	11.69%	12.99%
存货	9770.73	3235.44	12472.58	6756.23	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	10.19	10.19	10.19	10.19	流动比率	1.15	3.35	1.31	2.32
流动资产合计	21891.37	6964.19	30167.12	17286.96	速动比率	0.63	1.79	0.77	1.41
长期股权投资	439.77	439.77	439.77	439.77	现金比率	0.48	0.53	0.59	0.86
固定资产	4455.54	3505.32	2555.10	1604.88	资产负债率	68.54%	19.23%	67.93%	38.21%
无形资产	1021.91	853.20	684.50	515.79	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	6313.75	5162.66	4011.56	2862.29	总资产周转率	0.71	1.95	0.84	1.74
资产合计	28205.12	12126.85	34178.68	20149.25	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	223.50	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.53	0.66	0.83	1.06
应付账款及票据	8770.57	3762.78	11374.19	7155.58	每股净资产	5.61	6.27	7.10	8.16
其他流动负债	388.84	388.84	388.84	388.84	每股经营现金流	0.18	-5.72	8.84	-5.33
流动负债合计	19075.76	2076.96	22962.53	7443.62	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	450.00	450.00	450.00	450.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	52.21	45.28	35.74	27.98
非流动负债合计	925.65	925.65	925.65	925.65	PB	5.28	4.73	4.18	3.64
负债合计	20001.42	3002.61	23888.18	8369.27					
股本	1400.39	1400.39	1400.39	1400.39					
少数股东权益	340.87	343.74	347.37	352.00					
股东权益合计	8203.71	9124.23	10290.50	11779.98					
负债和股东权益合计	28205.12	12126.85	34178.68	20149.25					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

段小虎，华西证券军工行业首席分析师，复旦大学与巴黎第一大学硕士，历任方正证券军工行业首席分析师、中信证券军工行业高级分析师、中银基金机械/军工行业研究员。

作为首席曾获2018年卖方水晶球奖，2018年Wind金牌分析师第3名；作为团队核心曾获2017年新财富最佳分析师第2名、卖方水晶球奖第4名、中国证券业金牛分析师第4名。研究理念追求以扎实的产业链研究为基石，立足“买方立场”做“卖方研究”。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。