

洪都航空系列报告之一：峰回路转 初教六适航取证开辟洪都新天地

2019年02月19日

强烈推荐/上调

洪都航空

事件点评

——洪都航空（600316）事件点评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号：S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
姓名	分析师 王习	执业证书编号：S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
姓名	研究助理 张卓琦	执业证书编号：S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件：

洪都航空是我们重点覆盖的标的，站在当前时点，我们认为公司基本面有望反转，将迎来价值重估窗口。此篇报告为洪都航空系列报告之一，主要从通用航空迎来发展机遇来分析公司初教6的受益程度，后续的报道中我们将从高级教练机打开市场空间、导弹资产置换开启资本运作大幕等角度深度剖析公司未来的发展路径。

洪都航空的初教6型飞机获得民航局颁布的适航证，为公司在通用航空领域打开了广阔前景。我们将在本篇报告中介绍通用航空产业的发展现状，以及初教6获得适航证的优势和在民用市场的竞争力。

观点：

➤ 1、通用航空催生洪都航空大发展

洪都航空下属于中国航空工业集团，是目前四家中航系统军机整机类上市公司中的一家。公司以教练机生产为主，是唯一可提供初级教练机、中级教练机和高级教练机全系列教练机的研制生产企业。公司军贸产品主要为教练机，包括CJ-6初级教练机、K-8中级教练机、L-15高级教练机等，并且负责研制大飞机C919机体部件。

2019年1月，民航局适航司发布《初教6型飞机适航审定政策的通知》。《通知》指出，适航司组织对已完成军方定型的初教6型飞机军转民适航政策进行了研究，研究工作基于风险管理的方法，将初教6型飞机的实际使用经验评估转化为适航安全结论，评估结果表明初教6型飞机性能稳定、安全可靠、使用方便、维护简单。这对于中国通用航空市场来说是一项重大利好。

初教6的前期研制是沈阳飞机厂，后期研制为南昌飞机厂（即现在的洪都航空），于1958年完成首飞，并在1979年荣获中国国家质量金质奖。初教6可搭载两名飞行员，最大起飞重量为1418千克，采用活塞-6径向发动机。初教6广泛使用气动装置来控制档位和襟翼的伸展/缩回，操作制动器并启动发动机。发动机驱动的空气泵为系统充电，如果空气压力太低而无法启动发动机，那么机载空气罐可以通过外部源充电；如果没有外部源，则可以手动摆动螺旋桨来启动发动机。

初教6被誉为“飞行员摇篮机”，同时也是我国出口数量最多的军用飞机。截至2018年12月，初教6型飞机总计交付2891架，出口10多个国家，国内交付2648架，国外交付243架。目前该机型的主

要军用出口包括阿尔巴尼亚、孟加拉国、柬埔寨、厄瓜多尔、北朝鲜、老挝、斯里兰卡、缅甸、坦桑尼亚和赞比亚等国家。民用方面，该飞机出现在澳大利亚、新西兰、英国、南非等国家的民事登记簿上。其中，甚至连作为航空工业强国的美国，都有 300 多架初教 6 型飞机（非洪都公司直接交付）在民间飞行。

图 1:初教 6 飞行表演



资料来源：百度百科，东兴证券研究所

图 2:国外的初教 6



资料来源：百度百科，东兴证券研究所

初教 6 改型飞机“海燕”在通航领域应用广泛。农用飞机“海燕”既可以进行农林喷洒作业，也可以进行空中摄影和巡查。海燕除在国内使用，还出口十多个国家，深受好评。海燕可以按照用户的要求，改装成 A、B、C 三种型号，分别为多用途机、纯农业机和巡逻观测机。此外“海燕”还可改装成空中游览机。“海燕”能在土跑道或草地上起飞降落。洪都航空经技术改造后，具备年产 60 架海燕飞机的能力，主要用户是航校、俱乐部和出口给国外私人用户

先天优势决定初教 6 顺利军转民。初教 6 的飞行速度适中，与国外小飞机的飞行包线和参数类似，而且价格低廉、稳定性好、操作灵活。当然，初教 6 获得民航局适航证最重要的原因是它有极好的安全口碑。初教 6 采用了全铝构造和应力蒙皮，主起落架采用半摇臂式气动避震，并带有轮舱和舱盖，这种机身结构在不牺牲飞机性能的前提下能使得飞机具有更强的适应性，能够适应简易跑道和初学者的粗暴驾驶。截至目前，初教 6 总计飞行约 1000 万飞行小时，从未出现一起由设计、制造质量问题引起的重大飞行事故。多批次、长时间、广区域的使用和维护证明初教 6 性能稳定、安全可靠、使用方便、维护简单。

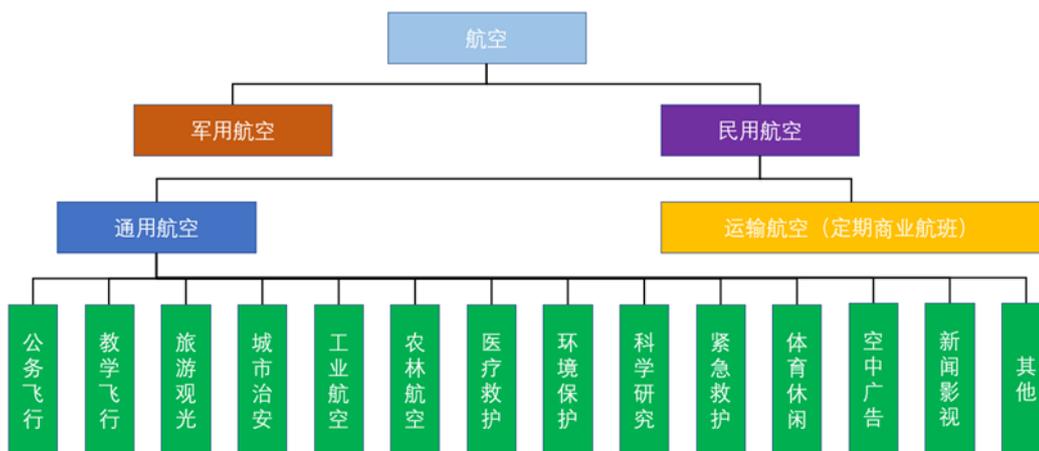
初教 6 拥有广阔的民用市场。近年来，国外航空界从我国买走了大批退役初教 6。以美国为例，初教 6 在美国航空界有着极高的影响力和市场占有率，许多美国初教 6 拥有者甚至组织了交流群，并且拥有稳定的二手交易中心。之前，初教 6 广受亚非国家和欧美发达国家航空俱乐部的青睐，国内航空爱好者却只能因为初教 6 没有适航证而望“机”兴叹。现在，随着初教 6 拿到民航局适航证，准飞限制放开，这必然促进初教 6 在国内通航市场的应用。

➤ **与国外进口小飞机相比，初教 6 极具竞争力。**据我们掌握的情况，初教 6 的价格约为 350 万元/架，与现有市场上进口小飞机的普遍价格相当，甚至还具有一定的优势。塞斯纳 172R 是美国塞斯纳公司的经典之作，累计生产达 35000 架，是一款性价比超高的小型飞机。通过对比，塞斯纳 172R 在续航时间、最大平飞速度、航程等方面均不如初教 6，而初教 6 的稳定可靠性也让驾驶者不必担心其安全问题。同时，相较于进口飞机，国产初教 6 让飞机的后期保障和维修都更方便。

➤ **2、通用航空发展潜力巨大**

通用航空（General Aviation），是指使用民用航空器从事公共航空运输以外的民用航空活动。包括从事工业、农业、林业、渔业和建筑业的作业飞行以及医疗卫生、抢险救灾、气象探测、海洋监测、科学实验、教育训练、文化体育等方面的飞行活动。

图 3:通用航空应用服务领域



资料来源：Research 公众号，东兴证券研究所

图 4: 林区防火



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

图 5: 海上飞行作业



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

➤ 3、通用航空历史悠久，已有成熟产业体系供国内发展参考。

通用航空历史悠久，起步较早。全球的通用航空行业发展历程大致分为四个阶段，分别为：一战后的初步探索、二战后的高速发展、80年代的衰退下滑和90年代的再次兴盛。

初步探索（第一次世界大战后）

一些国家陆续将飞机用于工农业生产，揭开了通用航空的序幕。1920年以后，在美国和欧洲出现了大量的私人飞机，有的大公司和企业开始用给自己的飞机为高级员工提供交通服务，出现了公务航空。

为了向私人 and 企业的飞机提供维修和燃油、买卖二手飞机、飞机租赁等服务，在美国出现了以机场为基地的通航服务站，形成了完整的通用航空供需市场。

高速发展（第二次世界大战后）

由于航空技术的高速发展和大量飞机转为民用，通用航空得到迅猛发展，通用航空应用的领域更加广泛，除了在农业方面从事更多的工作之外，还发展了空中游览服务等业务。1950年，直升机进入了通用航空市场，大大拓宽了通用航空服务器的范围，开始有了海上石油平台的服务，山区或无机场地区的救援、联络、空中吊挂等服务内容。由于跨国公司的出现，公务航空也得到了巨大的发展。

80年代的衰退下滑

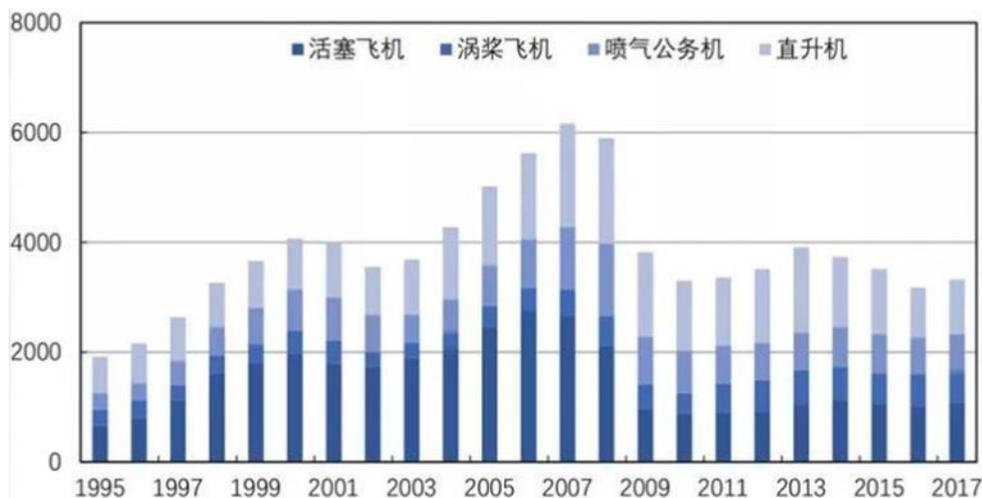
进入80年代，在全球性的经济放缓、通航飞机数量的相对饱和但管理混乱、相关技术创新减少以及国家对通用航空飞机生产厂商的限制等多方面原因下，通航产业发展放缓并开始下滑，最终在飞机生产制造、运营服务等方面都陷入低谷。

90年代的再次兴盛

90年代以来，随着世界经济的持续增长、政府出台鼓励政策并优化监管模式、航空产品推陈出新，特别是雷达以及GPS、ADS-B等设备大范围普及使，为通航乃至整个航空产业注入新鲜血液，大大加强了通航飞行器的应用范围、可靠性和便利性，使得通用航空在90年代后半期呈现复苏和重新崛起的态势。

截止到2017年全球通航飞机机队规模约为44万架，其中拥有通航飞机最多的国家为美国，大约保有21万架通航飞机，其次加拿大，巴西、法国、意大利等国家也拥有较多的通航飞机。在飞行器生产方面，近年来通用飞机的交付基本稳定，年交付量保持在3500架左右（含1200架左右直升机），2017年通航飞机销售总额约为202亿美元（不含直升机）。在配套的通航机场建设和飞行员人数方面，美国遥遥领先于世界其他地区，根据FAA统计，目前可供通航飞机起降的机场超过20000座，持证飞行员数量接近60万人。

图 6:全球通航飞机历年交付情况



资料来源：《通用航空发展白皮书（2018）》，东兴证券研究所

表 1:2017 年全球通航飞机制造企业交付量与交付金额（不含直升机）

公司	所在国	交付量（架）	交付金额（亿美元）
湾流飞机公司	美国	120	65.63
庞巴迪飞机公司	加拿大	140	52.01
德事隆飞机公司	美国	487	28.66
达索飞机公司	法国	49	24.30
巴西航空工业	巴西	109	13.53
皮拉图斯飞机公司	瑞士	86	4.21
中航通飞公司（不含西锐）	中国	24	0.18
西锐飞机公司	中国/美国	377	3.24
本田飞机公司	日本	43	2.09
派珀飞机公司	美国	155	1.91
钻石飞机公司	中国/奥地利	137	0.92
其他	-	597	5.40
全球合计	-	2234	201.97

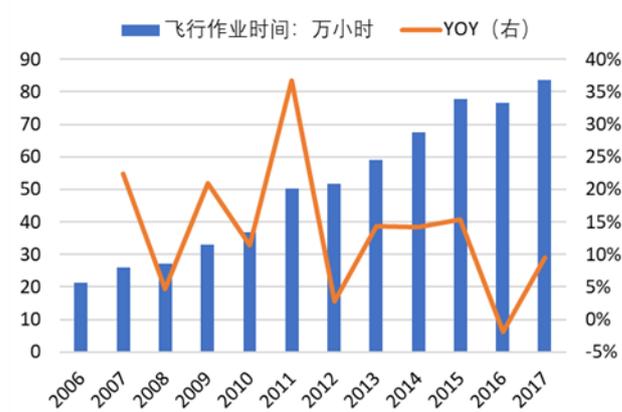
资料来源：GAMA，东兴证券研究所

➤ 4、我国通用航空产业发展稳中有升，但依然薄弱，未来发展空间巨大。

近年来我国通航产业稳步发展，通用航空器保有量和通航运营企业数量都处于稳步增长中。虽整体市场稳中有升，但由于航空器保有量、通航机场数量、飞行从业人员的基数都很小，依然没有释放出与我国经济发展相匹配的市场需求和规模；同样在下游应用端，应用领域的宽度与作业时间也不成比例。总体而言，我国通航产业还存在巨大的发展空间。

图 7: 我国通用航空器数量


资料来源：中国民用航空局，东兴证券研究所

图 8: 通航作业时间


资料来源：中国民用航空局，东兴证券研究所

从国土面积和产业复杂度等角度看，我国与美国国土面积相当、产业多样化，通航产业发展应对标美国，但从飞行器数量和飞行作业时间等数据显示，我国与美国各方面都存在量级差距。

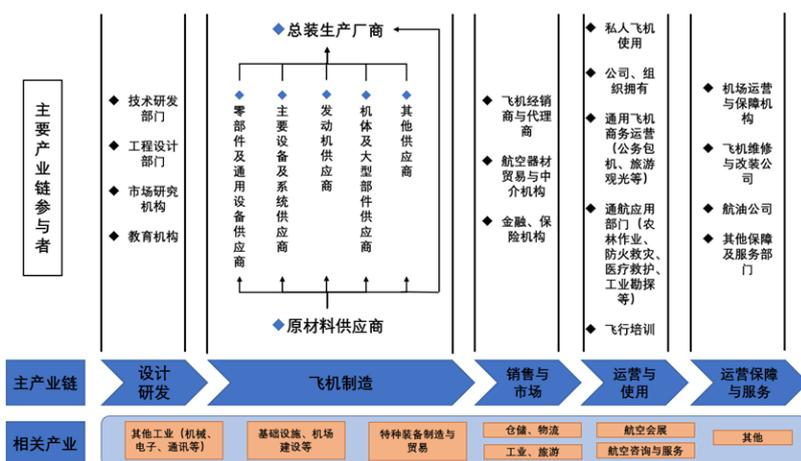
通航作为我国“改革开放以来交通运输领域唯一没有发展起来的行业”受到各界关注，从综合交通运输体系来看，我国交通运输主要领域都已经居于全球前列：高速公路里程与汽车产销量、高铁通航里程与

铁路装备制造产值、内河通航里程与港口运输量、船舶制造量等领域都处于全球第一，相比之下通航发展则显得相对窘迫。

➤ **5、通航或将成为服务国民经济的新突破点**

通用航空业是以通用航空飞行活动为核心，涵盖通用航空器研发制造、市场运营、综合保障以及延伸服务等全产业链的战略战略性新兴产业体系，具有产业链条长，应用领域广等特点。

图 9:通用航空产业链



资料来源：中国民用航空网，东兴证券研究所

从通航产业本身的价值看，参考美国通航发展历史，通航最大的好处是能够为小城市、小城镇的发展创造更多商业机会，并提高当地就业率。在美国 20000 多个可供通航飞机起降的机场中有 5000 多座设施条件非常齐全的公用机场可用于公务航空飞行，而运输航空公司使用的机场仅有不到 500 个。出于成本、基础设施条件等因素考虑，运输航空公司在大中型和小型城市以及小型城市之间无法或不适合开辟相应的航线，通航就起到了很好的补充作用，带动了美国中小城市的经济发展，缩短了城乡差距，同时通航应用领域广，作用大也对生产效率起到了提升作用。

我国在《十三五规划》、《中国民用航空发展十三五规划》以及《通航十三五规划》中都强调了通航的重要性并为通航发展制定了目标，可见国家层面对于通航蓬勃发展有着强烈期望和迫切需求。

表 2：“十三五”时期通用航空主要发展指标

指标	2015	2020	年均增长
总飞行量（万小时）	77.9	200	20.8%
通用航空器（架）	2235	5000	17.5%
重大飞行事故万时率	--	<0.09	--
通用机场个数（个）	300	500	10.8%
飞行员数量（人）	3402	7000	15.5%

资料来源：《中国民用航空发展第十三个五年规划》，东兴证券研究所

从 16、17 年度看，出于各种原因我国通航发展情况没有很好达成规划中的指标要求，而进入 2018 年，随着全球通用航空市场的复苏以及我国各项有关政策的出台，为接下来通航产业的发展提供了巨大机遇。

➤ 6、政策密集出台，助力通航发展

2018 年是通航产业相关政策密集出台的一年，交通运输部、国务院、发改委、商务部等部门机构都分别发布了助力通航发展的相关政策和文件，对于通航产业的投资、生产、运营等方面起到了推动作用。

表 3: 2018 年通航相关政策梳理

时间	部门	文件名	内容
1 月	交通部	《国内投资民用航空业规定》	明确了通用航空投资领域对社会全面放开
3 月	国务院办公厅	《关于促进全域旅游发展的指导意见》	提出在区域旅游规划和发展中要融入航空运动、低空旅游
6 月	发改委、商务部	《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》	放宽了外商投资通用航空研发制造和维修的股比限制
7 月	民航局	《关于通用航空分类管理的指导意见》	民航局相关部门就市场准入、安全适航、运行管理、监管机制、通用机场、服务保障、飞行驾照管理和人员配备等方面出台或修订了一系列政策法规
8 月	发改委、民航局	《民航领域鼓励民间投资项目清单》	列出众多通用航空投资项目
9 月	中共中央、国务院	《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》	支持通用航空消费大众化的发展
11 月	工信部	公示了《无人机制造企业规范条件(征求意见稿)》	规范了部分通航相关产业
12 月	工信部	《产业发展与转移指导目录（2018 年本）》	比以往突出了通用航空产业在各地发展的指导性安排。

资料来源：根据新闻整理，东兴证券研究所

两项改革试点推动通航发展。于此同时，我国在 18 年进行了两项通航相关的改革试点。一是 2018 年 11 月“四川省低空空域协同管理运行中心”挂牌成立并于 12 月 24 日完成了低空空域协同管理“新政”下的首飞。中心成立的意義在于这种以地方政府为主导的低空空域管理创新模式或将为全国探索出一条军民融合促低空开放的创新之路，真正实现低空飞行的普及和常态化。二是民航局在东北地区进行的基于“放管服”的通用航空管理改革试点。改革尺度大，卓有成效，并就一些新政策进行了试行验证。2018 年 8 月，试点通过了阶段性成果验收，可期待东北通用航空政策改革试点成为其他地区的标杆。

➤ 7、建设通用机场，是发展通用航空产业的必备条件

通用机场建设是与飞机生产、空域开放相配套的。目前中国仅有 400 个左右的航空机场（包括临时起降点），而与中国国土面积相当的美国有将近 2 万个。缺乏必要的停机场网点来提供通用飞行的服务，是制约中国通用航空产业发展的重要因素。为了推进通航产业的健康发展，国家针对通用机场的政策不断出台，多地将通用机场建设提上日程。2018 年，我国有 126 座通用机场获得颁证，是历年颁证总和的 1.7 倍。

表 4: 近 10 年全国通用机场建设相关政策汇总

时间	文件/事件	内容
2010 年 5 月	《中国民用航空第十二个五年规划》	加快通勤机场的建设和布局
2012 年 6 月	《通用机场建设规范》	通用机场的建设规模和运行设施
2014 年 10 月	国务院常务会议	向地方政府全部或部分下放通用机场项目审批权限
2016 年 5 月	《关于促进通用航空业发展的指导意见》	到 2020 年建成 500 个以上通用机场，基本实现地级以上城市拥有通用机场或兼顾通用航空服务的运输机场，覆盖农产品主产

		区、主要林区、50%以上的 5A 级旅游景区
2016 年 10 月	《关于鼓励社会资本投资建设运营民用机场的意见》	全面放开通用机场建设，对投资主体不作限制，并全面放开通用机场和其他市场主体之间的投资限制
2016 年 11 月	《关于做好通用航空示范推广有关工作的通知》	对于已纳入地方通用机场布局规划的项目，有关部门和地方积极支持加快推进前期工作
2017 年 2 月	《通用航空“十三五”发展规划》	再次提出通用机场建设目标为 500 个
2018 年 6 月	《全国民用运输机场布局规划》	到 2025 年，在现有含在建机场基础上，新增布局基础 136 个，全国民用运输机场规划布局 370 个，规划建成约 320 个
2018 年 8 月	《关于促进通用机场有序发展的意见》	对通用机场的布局规划、建设和升级等方面提出指导性建议

资料来源：前瞻产业研究院整理，东兴证券研究所

➤ 8、低空域逐步放开

美国通航产业发达很大一部分得益于其在二十世纪 70 年代开放了低空管制（3000m 一下的空域），而大多数通航飞机都在这一区域活动，有关部门不会对这一区域的私人飞机做过多控制，也无需预交飞行计划，只需要向塔台通报并获得允许便可进行飞行活动。我国通航产业发展缓慢，需求得不到释放的原因与空域结构复杂和飞行计划审批不便等因素有很大关系，“飞不起来”、“飞不顺畅”是我国通用航空发展的关键瓶颈。

同时低空域开放政策也在有序推进中。2018 年是我国低空域开放政策正式实施的第八年，为了进一步加强低空飞行服务保障体系建设，我国民航局印发了《低空飞行服务保障体系建设总体方案》。方案中明确提出了我国低空域以及通用机场的发展目标和规划，再度从政策方面助力通航产业的发展。梳理有关低空域的相关政策，我们不难发现低空域做到真正开放，有关部门在这一区域真正放管服的时期已近在眼前。

表 5: 2018 年通航相关政策梳理

时间	主要内容
2008 年	国家空管委在长春、广州和海日飞行管制分区开展改革试点。
2010 年	国务院、中央军委颁发《关于深化我国低空空域管理改革的意见》，提出通过试点、推广、深化三个改革步骤，逐步形成一套既有中国特色又符合空域管理规律的组织模式、制度安排和运作方式
2011 年	在长春召开低空空域管理改革试点工作阶段性总结座谈会。
2012 年	改革试点扩大至整个东北地区、中南地区，以及唐山、西安、青岛、杭州、宁波和昆明等地，试点地区占全国陆地空域面积的 31.6%。
2014 年	国务院对低空旅游的发展提出纲领性指导方针。
2016 年	国务院颁发《关于促进通用航空业发展指导意见》，要求科学规划空域，及时总结推广低空空域管理改革试点经验，实现 3000 米以下监视空域无缝衔接，划设低空目视飞行航线，方便通用航空器快捷机动飞行。
2017 年	《通用航空“十三五”发展规划》进一步适时扩大低空空域开放，促进通用航空快速发展和安全有序运行

资料来源：前瞻产业研究，东兴证券研究所

随着低空空域不断开放，配套服务和管理措施不断完善，在通航产业的帮助下，3000m 以下的空域即将成为我国经济发展、城乡差距进一步缩小的新突破点。

结论：

我们预计公司 2018-2020 营收为 28.8 亿元、39.7 亿元、67.1 亿元，归母净利润为 1.50 亿元、1.93 亿元、2.80 亿元，同比增长 389%、29%、45%，EPS 为 0.21 元、0.27 元、0.39 元，对应 PE 为 54X/42X/29X，上调公司评级为“强烈推荐”。

风险提示：军品订单不及预期，军品收入确认不及预期。

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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	6219	5044	5090	6639	11396	营业收入	3680	2530	2878	3972	6706
货币资金	712	261	427	437	738	营业成本	3468	2335	2669	3674	6203
应收账款	1003	996	959	1088	2036	营业税金及附加	4	7	8	6	7
其他应收款	3	35	39	54	92	营业费用	22	20	18	20	34
预付款项	23	15	42	79	141	管理费用	187	188	146	201	268
存货	3486	3473	3326	4580	7731	财务费用	43	67	53	54	58
其他流动资产	1	0	0	1	4	资产减值损失	16.86	12.16	10.02	5.60	3.20
非流动资产合计	4420	4504	4333	4373	4196	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	316	310	310	310	310	投资净收益	40.22	78.50	56.20	78.50	78.50
固定资产	1910.17	2012.80	3457.34	3502.15	3121.97	营业利润	-20	-15	31	89	211
无形资产	160	163	270	266	263	营业外收入	41.22	168.04	191.54	191.54	183.71
其他非流动资产	154	89	0	0	0	营业外支出	10.84	117.55	50.00	59.46	75.67
资产总计	10638	9548	9423	11011	15593	利润总额	10	36	172	221	319
流动负债合计	3502	2576	3064	4223	9340	所得税	-2	4	21	27	39
短期借款	0	0	226	437	3303	净利润	13	31	151	194	281
应付账款	2043	1573	1773	2442	4122	少数股东损益	2	1	1	1	1
预收款项	9	65	180	339	607	归属母公司净利润	11	31	150	193	280
一年内到期的非	202	2	2	2	2	EBITDA	285	353	442	551	676
非流动负债合计	2054	2048	845	1645	1645	EPS (元)	0.02	0.04	0.21	0.27	0.39
长期借款	0	0	800	1600	1600	主要财务比率					
应付债券	1888	1893	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	5556	4625	3909	5868	10985	成长能力					
少数股东权益	17	17	18	19	20	营业收入增长	30.71%	-31.25%	13.76%	38.02%	68.81%
实收资本(或股	717	717	717	717	717	营业利润增长	-192.38%	-26.83%	-307.21%	192.25%	136.92%
资本公积	3140	3140	4018	4018	4018	归属于母公司净利润	388.69%	28.88%	388.69%	28.88%	44.65%
未分配利润	677	699	-453	-1938	-4087	获利能力					
归属母公司股东	5065	4906	5323	4951	4414	毛利率(%)	5.77%	7.72%	7.27%	7.50%	7.50%
负债和所有者权	10638	9548	9423	11011	15593	净利率(%)	0.34%	1.24%	5.25%	4.89%	4.18%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.10%	0.32%	1.59%	1.75%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净	0.10%	0.32%	1.59%	1.75%	
						ROE(%)	0.22%	0.63%	2.82%	3.90%	6.33%
经营活动现金流	-647	209	917	17	-1511	偿债能力					
净利润	13	31	151	194	281	资产负债率(%)	52%	48%	41%	53%	70%
折旧摊销	261.60	300.60	0.00	380.18	380.18	流动比率	1.96	1.66	1.57	1.22	
财务费用	43	67	53	54	58	速动比率	0.61	0.58	0.49	0.39	
应收账款减少	0	0	37	-129	-947	营运能力					
预收帐款增加	0	0	115	159	268	总资产周转率	0.36	0.25	0.30	0.39	0.50
投资活动现金流	-420	-191	-141	-398	-179	应收账款周转率	4	3	3	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.86	1.40	1.72	1.88	2.04
长期股权投资减	0	0	296	0	0	每股指标(元)					
投资收益	40	78	56	78	78	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.04	0.21	0.27	0.39
筹资活动现金流	893	-295	-610	392	1991	每股净现金流(最新	-0.24	-0.39	0.23	0.01	0.42
应付债券增加	0	0	-1893	0	0	每股净资产(最新摊	7.06	6.84	7.42	6.90	6.15
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	729.22	262.38	53.71	41.67	28.81
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	1.59	1.64	1.51	1.63	1.82
现金净增加额	-173	-277	166	10	301	EV/EBITDA	33.12	27.47	19.58	17.53	18.07

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。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

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。