

中航高科（600862.SH） 复材板块增长强劲，长期受益下游需求增长

2020年05月18日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
段小虎（分析师）
李子卓（分析师）

duanxiaohu@kysec.cn

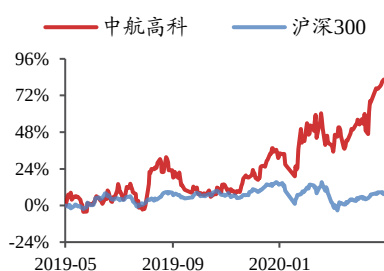
lizizhuo@kysec.cn

证书编号：S0790520020001

证书编号：S0790520030006

日期	2020/5/15
当前股价(元)	16.04
一年最高最低(元)	16.42/8.37
总市值(亿元)	223.45
流通市值(亿元)	223.45
总股本(亿股)	13.93
流通股本(亿股)	13.93
近3个月换手率(%)	114.38

股价走势图



数据来源：贝格数据

● **碳纤维复材龙头，长期受益需求增长及国产替代，首次覆盖给予“增持”评级**

公司是国内碳纤维复材龙头企业，考虑到：1）背靠实控人航空工业集团、重要股东航空工业高科、航材院，技术及客户资源优势显著；2）国内军机存在总量提升及存量升级需求，新型号有望加速列装，民机市场空间广阔，后续 C919 等有望逐步实现产业化，都将为碳纤维复材带来巨大市场需求以及国产替代空间；3）军机、民机均具有逐渐增长的轻量化需求，碳纤维复材使用占比将进一步提升，我们看好公司长期增长，预计公司 2020/2021/2022 年可分别实现 EPS 0.31/0.39/0.50 元，对应 PE51/41/32 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 背靠航空工业集团，充分受益技术及市场优势

公司聚焦“航空新材料+高端智能装备”双主业，逐步退出房地产市场，当前收入、业绩主要由子公司航空工业复材贡献。航空工业复材积累了国内航空材料领域一流的技术经验以及核心客户资源：1）航空工业复材是在战略整合航材院和制造所的复材专业后组建，汇集了国内优秀的复材领域专业人才，并继承了我国航空先进复合材料的技术基础和辉煌成就，在高性能树脂及预浸料技术、高性能复合材料新型结构等多项技术领域均处于领先地位；2）实控人航空工业集团是我国军机专业研制生产单位，也是我国航空工业发展的核心力量，公司作为航空工业集团下属唯一复材上市平台，占据了国内航空预浸料市场大部分份额。未来，公司仍有望持续受益于实控人及重要股东的技术及资源支持。

● 国内碳纤维复材行业具有较确定的增长趋势和广阔的增长空间

国内碳纤维复材的增长主要来源于以下四个方面：1）军机总量提升及存量升级带来的新型号列装需求；2）民机市场空间广阔，公司作为 C919 国产预浸料供应商有望长期受益其产业化推进；3）为满足持续增长的轻量化需求，军/民机中碳纤维复材使用比例仍具有提升空间；4）国产碳纤维复材仍主要用于低端市场，在航空航天、风电、汽车等领域具有较大的国产替代空间。

● **风险提示：**军费增长、军机新型号列装低于预期、C919 进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,653	2,473	2,921	3,769	4,883
YOY(%)	-12.9	-6.8	18.1	29.0	29.5
归母净利润(百万元)	304	552	436	549	703
YOY(%)	263.8	81.4	-21.0	26.0	28.0
毛利率(%)	35.8	32.8	31.1	31.5	32.0
净利率(%)	11.5	22.3	14.9	14.6	14.4
ROE(%)	9.4	13.5	10.3	12.0	13.8
EPS(摊薄/元)	0.22	0.40	0.31	0.39	0.50
P/E(倍)	73.5	40.5	51.3	40.7	31.8
P/B(倍)	5.9	5.3	5.1	4.7	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 聚焦“航空新材料+高端智能装备”双主业，复材板块表现亮眼.....	3
1.1、 剥离房地产业务形成“航空新材料+高端智能装备”双主业发展格局，背靠航空工业集团享受技术及市场优势.....	3
1.2、 近年复材业务板块业绩增长强劲	4
2、 国内碳纤维复材具有较确定的增长趋势和广阔的增长空间.....	8
2.1、 碳纤维复材高端应用领域具有较大国产替代空间.....	8
2.2、 军/民机市场需求广阔叠加复材占比提升将拉动行业快速增长.....	8
3、 盈利预测与投资建议	9
4、 风险提示	10
附：财务预测摘要.....	11

图表目录

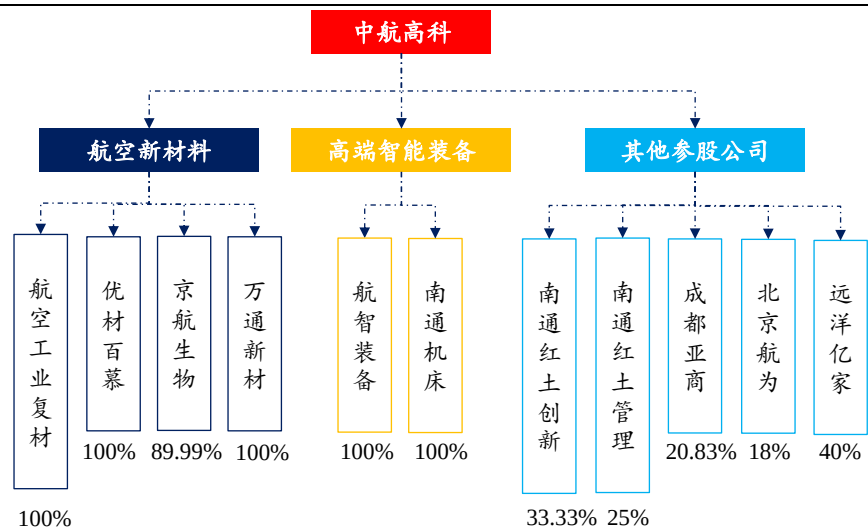
图 1： “航空新材料+高端智能装备制造”双主业以子公司形式发展.....	3
图 2： 公司背靠实控人航空工业集团以及航空工业高科、航材院等重要股东	4
图 3： 2019 年实现营收 24.7 亿元/-7%（亿元）	5
图 4： 2019 年实现归母净利润 5.5 亿元/+81%（亿元）	5
图 5： 航空新材料业务板块收入稳健增长（亿元）	5
图 6： 航空新材料业务板块利润稳健增长（亿元）	5
图 7： 高端智能装备业务收入整体存在下滑趋势（亿元）	6
图 8： 高端智能装备业务有减亏趋势（亿元）	6
图 9： 逐步退出房地产业务（营业收入，亿元）	6
图 10： 房地产业务利润有所降低（利润，亿元）	6
图 11： 复材业务贡献超过 81%的收入（亿元）	7
图 12： 复材业务贡献 76%的毛利（亿元）	7
图 13： 研发投入有上升趋势（亿元）	7
图 14： 复材业务毛利率稳定上升	8
图 15： 销售费用率/财务费用率较低、管理费用率上升	8
图 16： 中国战斗机总量不及美国的 60%（架）	9
图 17： 中国战斗机存在大量升级需求	9
表 1： 公司估值水平接近可比上市公司平均估值水平	10

1、聚焦“航空新材料+高端智能装备”双主业，复材板块表现亮眼

1.1、剥离房地产业务形成“航空新材料+高端智能装备”双主业发展格局，背靠航空工业集团享受技术及市场优势

公司形成“航空新材料+高端智能装备”双主业发展格局。公司前身为南通机床，2015 年通过重大资产重组，向航空工业高科、航材院、制造所、中航智控、中国航材等购买中航复材、优材京航、优材百慕三家公司 100% 股权；2019 年，公司完成江苏致豪 100% 股权的转让，形成“航空新材料+高端智能装备制造”双主业发展格局。公司各业务领域以子公司的形式发展，新材料业务主要包括航空工业复材、京航生物、优材百慕和万通新材；装备业务主要由航智装备和南通机床承担。

图1：“航空新材料+高端智能装备制造”双主业以子公司形式发展



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1) 航空新材料业务板块：

- 航空工业复材：产品为复材原材料（碳纤维预浸料、蜂窝等）及民机复材构件，主要客户为航空工业主机厂和零部件生产单位；目前正大力推进航空复材技术在民用飞机、汽车、轨道交通和新能源等领域的应用和产业化进程，并积极拓展国际民用航空市场，增加国际竞争力。
- 优材百慕：主要产品为民航进口飞机用钢刹车盘副、炭刹车盘副、机轮附件、航空座椅安全带以及轨道车辆制动产品、特种车辆制动产品，并为民航飞机机轮和刹车装置提供维修服务。
- 京航生物：产品以人工关节为主。
- 万通新材：是公司技术孵化平台，主要承接航空蜂窝结构和民用航空器材等高质量科技成果转化和项目工程化任务。

2) 智能装备业务板块：

- 航智装备：主要业务为数控机床及航空专用装备，主要产品包括立式加工中

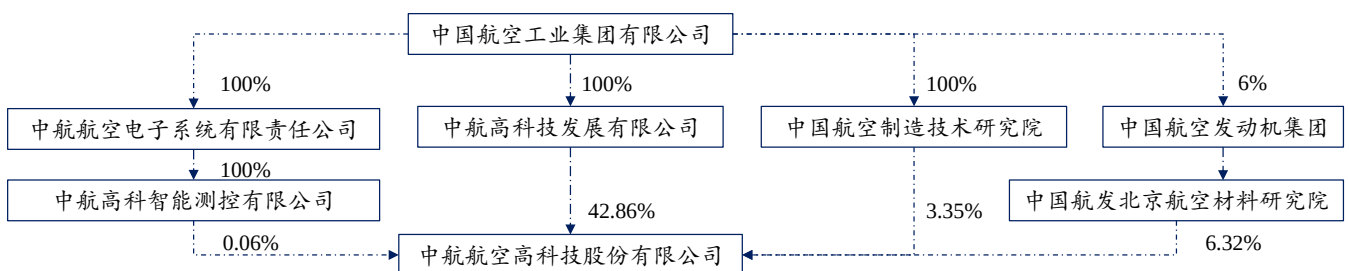
心、卧式加工中心、龙门加工中心、数控车床、智能生产线以及航空专用装备等。

- **南通机床**：是中国立卧式万能铣床骨干企业，主要产品为普通铣床、数控铣床、经济型加工中心、龙门式数控铣床等，目前通过积极参与国家“一带一路”建设拓展海外市场业务。

公司碳纤维复材业务处于关键预浸料环节，在军机供应方面几乎具有垄断地位。航空工业复材处于碳纤维产业链中游的预浸料环节，具有 60 余种牌号高性能树脂基体以及近百种预浸料系列树脂和预浸料产品，承担主要军机预浸料的生产和供应，在该环节几乎具有垄断地位。其上游碳纤维的生产厂商包括光威复材、中简科技以及中复神鹰等。

背靠航空工业集团，充分受益技术及市场优势。公司 2015 年重大资产重组引入实控人航空工业集团以及重要股东航空工业高科、航材院等。截至 2020 年 4 月，控股股东航空工业高科持有公司股权比例 42.86%，第三大股东航材院持有公司股权比例 6.32%。航空工业复材作为公司最重要的子公司及业务板块，自成立以来便依托两大股东单位发展，积累了国内航空材料领域一流的技术经验以及核心客户资源：1）技术方面，子公司航空工业复材是在战略整合航材院和制造所的复材专业后组建，汇集了国内优秀的复材领域专业人才，同时拥有先进复合材料国防科技重点实验室、结构性碳纤维国家工程实验室和绿色复合材料北京市工程实验室，继承和发扬了我国航空先进复合材料坚实的技术基础和辉煌成就，在高性能树脂及预浸料技术、高性能复合材料新型结构、树脂基复合材料制造技术、金属基及陶瓷基（含 C/C）复合材料成型技术、材料表征与测试技术、先进无损检测技术等方面均处于领先地位；2）市场方面，实控人航空工业集团是我国军机的专业研制生产单位，机型覆盖歼击机、歼击轰炸机、轰炸机、运输机、教练机、侦察机、直升机、强击机、无人机等多种军机类型，同时承担民机型号的研制生产和配套，是我国航空工业发展的核心力量，公司作为航空工业集团下属唯一复材上市平台，占据了国内航空预浸料市场大分份额。未来，公司仍有望持续受益于实控人及重要股东的技术及资源支持。

图2：公司背靠实控人航空工业集团以及航空工业高科、航材院等重要股东



资料来源：公司公告、开源证券研究所

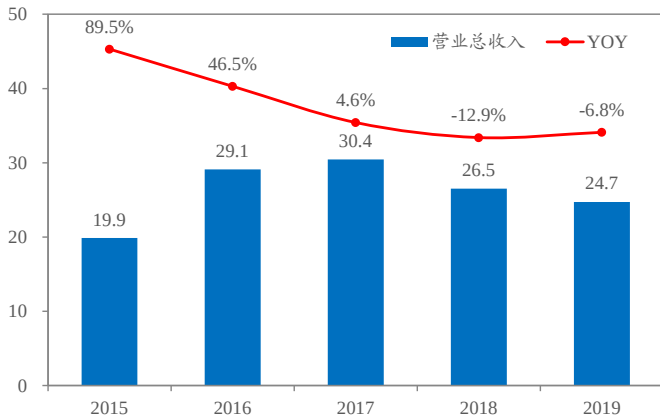
公司给出 2020 年全年经营目标：达到营业收入 29 亿元，利润总额 4 亿元；其中航空新材料业务实现营业收入 28.06 亿元，利润总额 5.14 亿元；机床装备业务实现营业收入 1.07 亿元，利润总额-0.46 亿元。

1.2、近年复材业务板块业绩增长强劲

自 2015 年实施重大资产重组以来，公司营收由 2015 年的 19.9 亿元上升至 2019

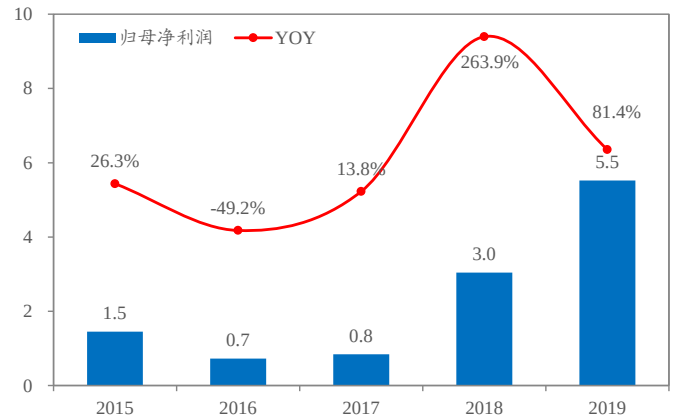
年的 24.7 亿元，归母净利润由 1.5 亿元上升至 5.5 亿元。鉴于公司逐步聚焦两大主业，并退出房地产市场，会对营收及利润产生一定影响，我们更应关注分业务成长情况。

图3：2019 年实现营收 24.7 亿元/-7%（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2019 年实现归母净利润 5.5 亿元/+81%（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

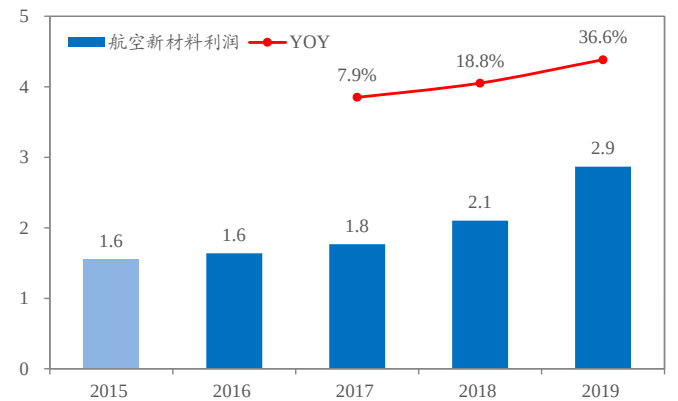
航空新材料业务板块营收、利润稳健增长。对航空新材料业务板块中航空工业复材、优材百慕、京航生物三家子公司的财务数据进行统计，收入自 2015 年的 11.8 亿元上升至 2019 年的 20.5 亿元，CAGR 约 14.7%，其中 2019 年实现 29.7% 的高速增长；净利润自 2016 年的 1.8 亿元上升至 2019 年的 2.9 亿元，CAGR 约 20.6%，其中 2019 年实现 36.6% 的高速增长。公司该业务板块的收入、利润主要由航空工业复材贡献，受益下游高景气度影响，保持稳健增长态势。

图5：航空新材料业务板块收入稳健增长（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据来源于历年年报三家航空新材料子公司收入加总。

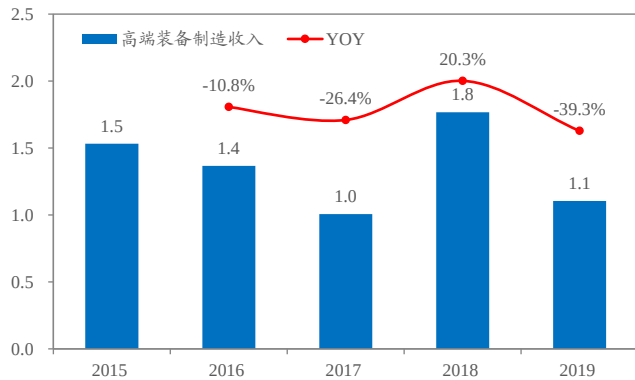
图6：航空新材料业务板块利润稳健增长（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据来源于历年年报三家航空新材料子公司利润加总，由于统计口径改变，2015 年数据为利润总额，其余为净利润。

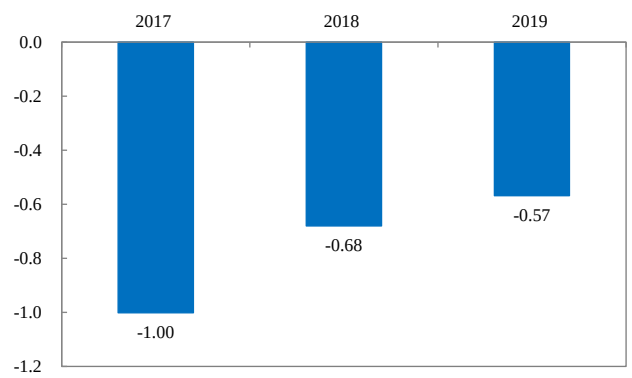
高端智能装备业务板块收入整体下滑，亏损收窄。排除 2018 年援非职教项目的增量，该板块收入整体呈现下滑趋势，2015 年至 2019 年，由 1.5 亿元下降至 1.1 亿元，CAGR 约 -7.9%；利润总额的亏损幅度呈现收窄趋势，由 2017 年亏损 1.0 亿元降至 2019 年亏损 0.6 亿元。受经济增速结构性放缓与周期性放缓双重因素叠加影响，国内机床工具行业连续几年整体持续下行，导致机床业务销售下滑，生产进度放缓，以消化库存为主。

图7：高端智能装备业务收入整体存在下滑趋势（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：高端智能装备业务有减亏趋势（亿元）

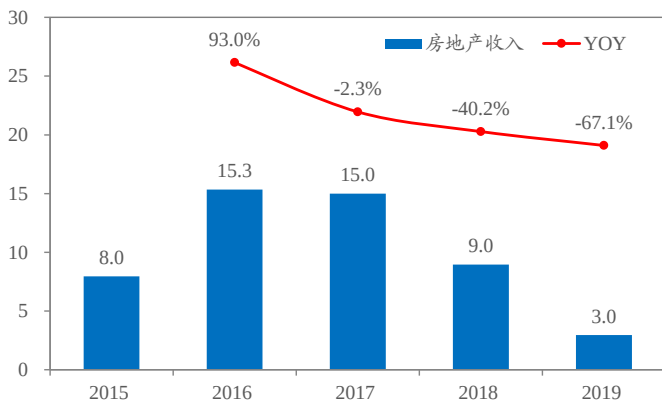


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：图中数据为利润总额。

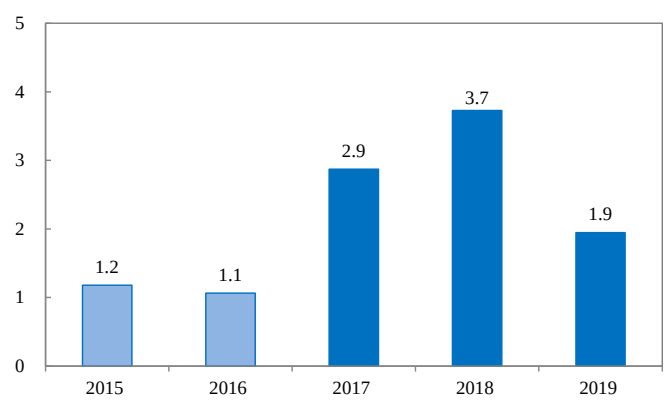
公司有序退出房地产业务，已完成江苏致豪 100% 股权剥离。为履行重大资产重组时五年内有序退出房地产业务承诺，公司 2019 年 12 月转让了所持江苏致豪 100% 股权，完成转让后公司形成聚焦航空新材料和高端制造双主业的发展格局。2016 年至 2019 年，公司房地产业务收入由 15.3 亿元下降至 3.0 亿元，盈利水平有所收窄，对公司整体业绩贡献逐步降低。

图9：逐步退出房地产业务（营业收入，亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

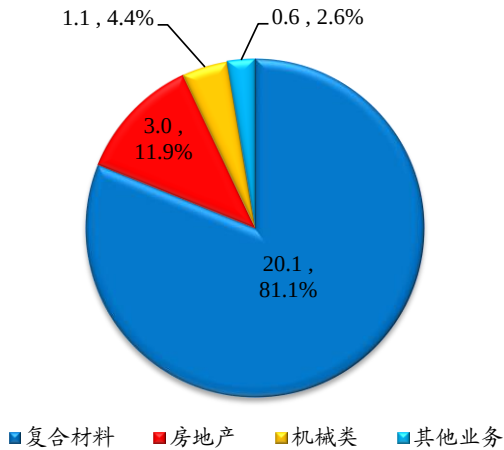
图10：房地产业务利润有所降低（利润，亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2015-2016 年为净利润，2017-2019 年为利润总额。

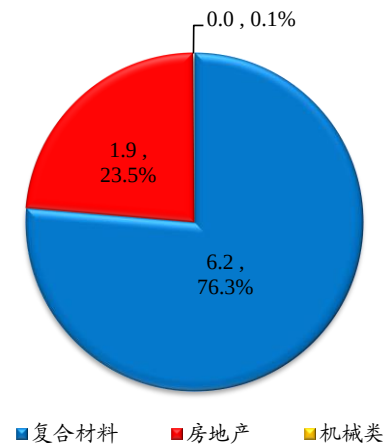
未来公司收入、毛利将主要来源于复材业务。以 2019 年为例，收入结构方面，复材、房地产、机械类分别占比 81.1%、11.9% 以及 4.4%；毛利结构方面，复材、房地产、机械类分别占比 76.3%、23.5% 以及 0.1%。随着房地产业务的剥离，公司 2020 年收入将主要来源于复材业务，且由于机械类业务毛利率很低，毛利将几乎全部来源于复材业务。

图11: 复材业务贡献超过81%的收入(亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

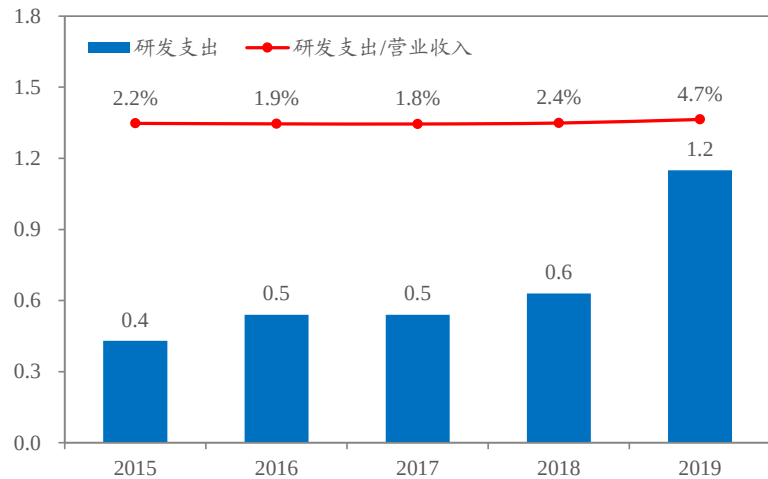
图12: 复材业务贡献76%的毛利(亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

研发投入有上升趋势, 或可转化为产品附加值。2019年, 公司研发投入占收入比例4.7%, 较2018年有较大幅度提升。碳纤维复材属于技术壁垒较高的行业, 持续的研发投入有助于公司维持技术的领先性, 保障产品的核心竞争力。

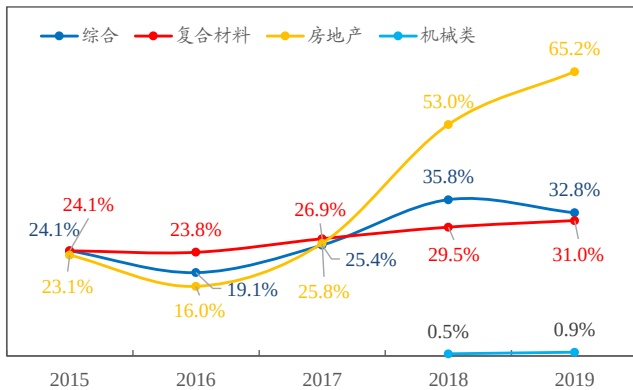
图13: 研发投入有上升趋势(亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

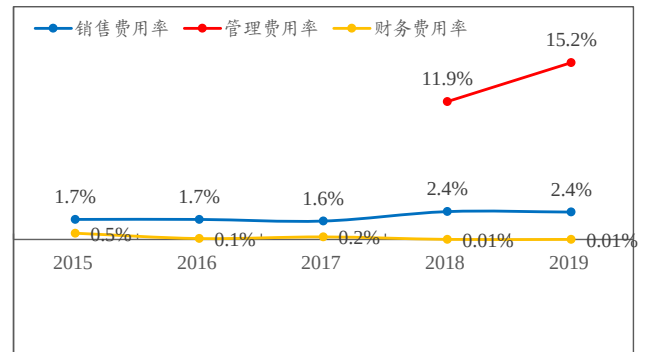
复材业务毛利率稳定上升。整体来看, 公司综合毛利率在19%-36%之间波动, 受地产业务毛利率变化及地产业务收入占比影响较大; 核心复材业务毛利率呈现稳定上升趋势, 2015-2019年上升6.9pct至31.0%; 高端智能装备业务毛利率很低, 仅有不到1%。**销售费用率、财务费用率较低, 管理费用率有所上升。**公司销售费用率在1.6%-2.4%之间, 近两年财务费用率仅为0.01%, 均较低且变动幅度不大; 2019年管理费用率15.2%, 较2018年上升3.3pct, 主要是由于航空工业复材折旧费用上升。

图14：复材业务毛利率稳定上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：销售费用率/财务费用率较低、管理费用率上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020Q1 公司航空新材料业务归母净利润同比大幅增长 193%。2020Q1 公司实现营业收入 7.7 亿元，同比增长 12.8%，其中：1）航空新材料业务实现收入 7.6 亿元，同比增长 59.0%；2）航空智能装备业务实现收入 0.1 亿元，同比下降 34.1%，主要是因为受疫情影响市场需求降低；3）不含房地产业务。公司实现归母净利润 1.9 亿元，同比增长 62.7%，其中航空新材料业务同比大增 193.0%，主要是因为复材业务收入增长以及产品结构变化和规模效益导致的毛利率提升所致，航空智能装备业务亏损 939 万元，相比 2019 年同期略有收窄。

2、国内碳纤维复材具有较确定的增长趋势和广阔的增长空间

2.1、碳纤维复材高端应用领域具有较大国产替代空间

2019 年全球碳纤维预浸料市场规模或可达到 40 亿美元，日本东丽、赫氏公司、索尔维等企业占据大部分市场份额。碳纤维预浸料是制造碳纤维复材及制件的中间环节，是联系生产与应用的必经之路。碳纤维预浸料是国防军工行业的基础材料，也是未来部分民用工业领域先进的替代材料。根据《热固性树脂》数据，全球碳纤维预浸料市场规模有望在 2019 年达到 40 亿美元，其中航空和国防行业是该市场的主要订单来源，预计到 2019 年增长至 32.3 亿美元，复合年均增长率为 11.9%。全球主要的碳纤维预浸料厂商包括日本东丽、赫氏公司、索尔维等。

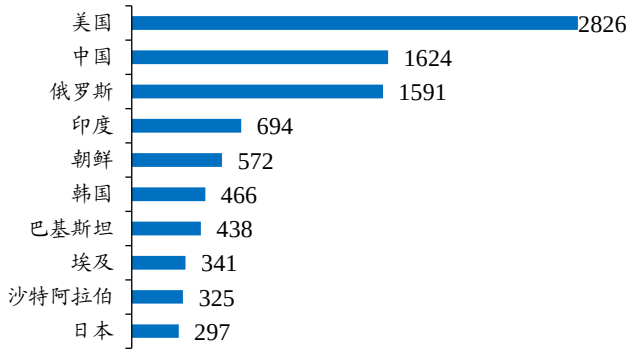
中国碳纤维预浸料在技术水平、产量方面与国际先进水平存在一定差距，高端产品主要依靠进口，国产替代空间较大。中国先进复合材料经过几十年的发展，综合技术水平有了长足进步，初步形成了飞机复合材料体系和制造技术平台，建立了先进复合材料的研发和生产基地，先进复合材料开始进入应用阶段。但当前国内碳纤维预浸料产品的应用仍集中在相对低端的体育休闲产业，在航空航天、风电、汽车和轨道交通等高端工业领域，主要依赖进口。随着航空航天、轨道交通和风电领域越来越多地使用碳纤维预浸料，将推动市场的不断增长，预计国产替代空间不断增大。

2.2、军/民机市场需求广阔叠加复材占比提升将拉动行业快速增长

我国军用飞机具有较大的总量提升及存量升级需求，将对碳纤维复材产生较大需求。总量方面，整体来看，我们军机数量不足美国 1/4，其中作战飞机、运输机、武装直升机、特种飞机、加油机以及教练机分别仅为美国的 56%、19%、16%、10%、0.6%以及 12%，数量相差悬殊。机型组成方面，以战斗机为例，美国全部列装了三代、四代机（其中三代占比 89%），而中国战斗机以二代、三代机为主（其中二代占

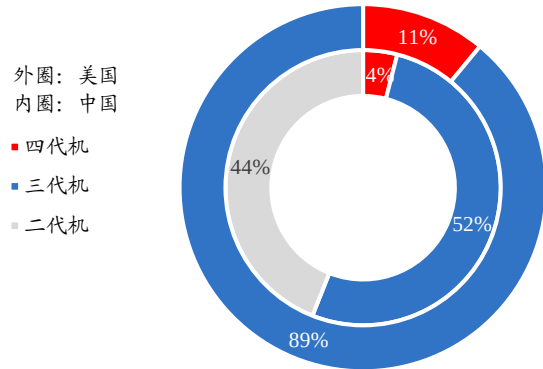
比 44%)，机型代际明显落后于美国；战机之间代际的差距对战斗力影响巨大，四代战机满足 4s 标准，即具有隐形、超音速巡航、超机动能力以及超级信息优势，相比低次代战机具有压倒性优势，可以轻松实现“先敌发现、先敌开火”。因此，总体来讲，中国军机具有很大的总量提升及存量升级需求，随着新型军机的列装和放量，将拉动上游碳纤维复材实现同步增长。

图16：中国战斗机总量不及美国的 60%（架）



数据来源：《World Air Force 2019》、开源证券研究所

图17：中国战斗机存在大量升级需求



数据来源：《World Air Force 2019》、开源证券研究所

国内民机市场空间巨大，公司作为 C919 国产预浸料供应商有望长期受益于民机行业的增长及国产替代。根据中国商飞发布的 2018-2037 年民用飞机市场预测年报，预计未来二十年，中国机队规模将达到 9965 架，交付新机 9008 架，价值约 1.3 万亿美元。当前国内民用客机仍以进口为主，波音、空客占据了绝大部分市场份额，国产客机上升空间广阔。公司是 C919 国产预浸料供应商，已完成首批交付，实现了此领域国产材料零的突破，随着后续 C919 和 CRJ929 的逐步商业化，复合材料也将为国产预浸料带来巨大需求市场。

复合材料军机、民机中具有上升的空间及趋势。飞机用材料始终向着高强度、轻量化的方向稳步迈进，尤其近年来，兼顾强度和轻量化优势的复合材料迎来了快速增长，碳纤维复材的用量呈现增加的趋势：1）军机方面，J-8 II 是我国首次机身中使用碳纤维复合材料的歼击机机型，J-10B、J-11B 的碳纤维复材用量已达到 10% 左右，而新一代隐身战机 J-20 用量增长至 27%，美国四代战机 F-22、F-35 的碳纤维复材使用量分别达到了 24% 以及 36%；2）民机方面，C919 复合材料用量 11.5%，相比复合材料用量高达 50% 的波音 B787 以及复合材料用量达到 52% 空客 A350，还有很大上升空间。随着轻量化要求的提升，先进机型中有望采用更高比例的复合材料用量，也将促进对碳纤维复材需求的进一步增加。

3、盈利预测与投资建议

关键假设：1）中国军费以 7%~8% 的速度稳健增长，军机新型号加速列装；2）C919 研发、交付进展顺利；3）高端装备制造板块业务亏损幅度不明显扩大。

参考可比上市公司，公司动态 PE 数值接近可比上市公司估值平均水平，同时我们认为，公司是国内碳纤维复材龙头企业，考虑到：1）背靠实控人航空工业集团、重要股东航空工业高科、航材院，技术及客户资源优势显著；2）国内军机存在总量提升及存量升级需求，新型号有望加速列装，民机市场空间广阔，后续 C919 等有望逐步实现产业化，都将为碳纤维复材带来巨大市场需求；3）军机、民机均具有逐渐增长的轻量化需求，碳纤维复材使用占比将进一步提升，我们看好公司长期增长，预

计公司 2020/2021/2022 年可分别实现 EPS 0.31/0.39/0.50 元，对应 PE51/41/32 倍首次覆盖，给予“增持”评级。

表1: 公司估值水平接近可比上市公司平均估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300777.SZ	中简科技	35.9	13.4	53.3	47.2	34.5	90.4	68.5	46.5	34.6
300699.SZ	光威复材	57.0	38.6	25.2	26.7	27.6	45.2	44.2	34.9	27.4
可比公司平均值		-	-	-	-	-	67.8	56.3	40.7	31.0
600862.SH	中航高科	16.0	81.4	-21.0	26.0	28.0	27.8	51.3	40.7	31.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据日期采用 2020/5/17，中简科技预测 PE 使用 Wind 一致预期数据。

4、风险提示

军费增长低于预期、军机新型号列装不及预期、C919 进展不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5160	4338	6594	6110	10060
现金	922	1918	895	1489	1496
应收票据及应收账款	1142	666	1469	1285	2283
其他应收款	75	5	89	33	125
预付账款	115	60	146	119	225
存货	2873	1489	3793	2983	5731
其他流动资产	34	201	201	201	201
非流动资产	2522	2202	2311	2525	2841
长期投资	151	111	70	30	-11
固定资产	1047	1215	1327	1581	1922
无形资产	514	511	542	523	510
其他非流动资产	810	366	372	391	419
资产总计	7682	6541	8905	8635	12901
流动负债	3294	1848	4068	3364	7050
短期借款	335	230	353	230	1414
应付票据及应付账款	1858	1397	2545	2512	3991
其他流动负债	1101	221	1171	622	1646
非流动负债	557	505	470	438	408
长期借款	250	260	225	193	163
其他非流动负债	307	245	245	245	245
负债合计	3851	2353	4538	3802	7458
少数股东权益	35	7	19	49	98
股本	1680	1680	1680	1680	1680
资本公积	1445	1449	1449	1449	1449
留存收益	679	1078	1403	1784	2214
归属母公司股东权益	3796	4181	4348	4784	5345
负债和股东权益	7682	6541	8905	8635	12901

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-688	947	-698	1171	-552
净利润	361	564	448	579	752
折旧摊销	140	249	133	157	192
财务费用	0	0	2	18	46
投资损失	-15	-249	-59	-74	-92
营运资金变动	-1296	367	-1222	491	-1450
其他经营现金流	122	16	-0	-0	-0
投资活动现金流	-140	-19	-183	-296	-417
资本支出	185	176	149	254	357
长期投资	-23	9	41	41	41
其他投资现金流	22	166	7	-2	-19
筹资活动现金流	446	63	-265	-157	-209
短期借款	335	-105	0	0	0
长期借款	190	10	-35	-32	-30
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	4	0	0	0
其他筹资现金流	-79	153	-230	-125	-179
现金净增加额	-383	991	-1146	717	-1178

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2653	2473	2921	3769	4883
营业成本	1704	1662	2013	2582	3320
营业税金及附加	94	16	81	94	115
营业费用	63	58	44	67	104
管理费用	252	278	178	228	317
研发费用	63	98	29	38	73
财务费用	0	0	2	18	46
资产减值损失	52	-10	0	0	0
其他收益	38	44	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	249	59	74	92
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	478	664	634	816	999
营业外收入	6	5	25	16	13
营业外支出	3	2	4	4	3
利润总额	481	667	654	828	1009
所得税	120	103	207	248	257
净利润	361	564	448	579	752
少数股东损益	57	13	12	30	49
归母净利润	304	552	436	549	703
EBITDA	630	890	771	973	1211
EPS(元)	0.22	0.40	0.31	0.39	0.50

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-12.9	-6.8	18.1	29.0	29.5
营业利润(%)	239.9	38.9	-4.6	28.8	22.4
归属于母公司净利润(%)	263.8	81.4	-21.0	26.0	28.0
获利能力					
毛利率(%)	35.8	32.8	31.1	31.5	32.0
净利率(%)	11.5	22.3	14.9	14.6	14.4
ROE(%)	9.4	13.5	10.3	12.0	13.8
ROIC(%)	7.9	11.0	8.4	10.4	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	50.1	36.0	51.0	44.0	57.8
净负债比率(%)	-1.5	-28.3	-0.8	-16.1	7.0
流动比率	1.6	2.3	1.6	1.8	1.4
速动比率	0.6	1.4	0.6	0.8	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.40	0.31	0.39	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.49	0.68	-0.50	0.84	-0.40
每股净资产(最新摊薄)	2.72	3.00	3.12	3.43	3.84
估值比率					
P/E	73.5	40.5	51.3	40.7	31.8
P/B	5.9	5.3	5.1	4.7	4.2
EV/EBITDA	42.7	29.0	34.9	26.9	22.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835