

## 证券研究报告—深度报告

国防军工

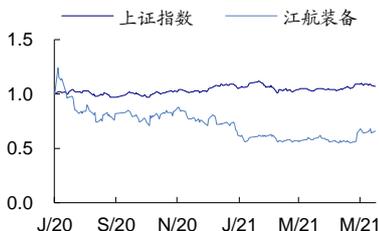
航空军工

**江航装备(688586)**
**买入**

合理估值: 42-45 元 昨收盘: 26.41 元

(维持评级)

2021年06月16日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	404/93
总市值/流通(百万元)	10,663/2,452
上证综指/深圳成指	3,557/14,673
12个月最高/最低(元)	53.18/22.06

**相关研究报告:**

《江航装备-688586-2020 年报及 2021 年一季报点评: 航空氧气系统龙头, 核心受益战斗机列装加速》——2021-04-28

**证券分析师: 花超**

电话:

E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521040001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**深度报告**

## 航空工业混改典范, 唯一航空氧气系统供应商

●国内唯一航空氧气系统基本垄断军机氧气系统, 核心受益以歼-20 为代表的战机换装列装加速

军机航空氧气系统方面公司将必然受益装备放量叠加价值量提升双重驱动。公司航空氧气产品配套所有军机, 预计十四五期间, 伴随着我国航空装备的换装列装加速, 尤其是先进战机比如歼-20、运 20 等快速放量, 公司作为我国航空氧气系统垄断供应商, 将全面受益于行业的高景气。此外, 机载油箱惰化防护系统是先进战机必装, 增速凸显; 公司还是国内最大的飞机副油箱生产单位, 该业务稳中有增, 不排除战略储备提升弹性。

●非航制冷业务拓展快速, 全寿命周期保障业务是新增长点

特种制冷业务在行业内享有较高的品牌知名度, 全军种覆盖, 公司在保持现有优势的基础上, 在其他多个领域取得较好进展, 比如坦克、舰船领域, 放量可期, 增速预期更好。全寿命维修保障业务伴随存量飞机的快速上量, 叠加实战化训练加强带来的维修任务增加, 已经表现出较高的增速, 且该业务毛利率更为可观, 高附加值业务, 是公司未来发展的新增长点。

●投资建议

中航工业混改先锋, 员工持股治理优越。作为国内唯一航空氧气系统、机载油箱惰化防护系统专业化单位, 独家配套我军几乎所有军机, 核心受益军机尤其是先进战斗机换装列装加速以及价值量大幅提高。军用特种制冷设备已实现空陆海火箭军等全军种覆盖, 未来三年在坦克、船舶等领域快速增长。高附加值的全寿命维修保障业务是公司新的增长的。综合看, 公司业务纯正, 产业地位突出唯一, 业绩增速显著高于行业。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.89 / 4.21 / 5.78 亿元, 当前股价对应 PE=36.8/ 25.3/18.5x, 维持“买入”评级。

●风险提示: 军品业务放量不及预期; 民品业务拓展不及预期

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	674	831	1,160	1,564	2,028
(+/-%)	2.0%	23.2%	39.6%	34.8%	29.7%
净利润(百万元)	113	194	289.37	420.65	577.64
(+/-%)	59.2%	71.3%	49.3%	45.4%	37.3%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.48	0.72	1.04	1.43
EBIT Margin	21.1%	24.8%	25.3%	27.9%	30.0%
净资产收益率(ROE)	14.1%	10.0%	13.6%	17.2%	20.0%
市盈率(PE)	70.7	55.0	36.8	25.3	18.5
EV/EBITDA	46.4	45.3	32.5	23.4	17.7
市净率(PB)	9.94	5.52	5.00	4.36	3.70

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

中航工业混改先锋，员工持股治理优越。作为国内唯一航空氧气系统、机载油箱惰性化防护系统专业化单位，独家配套我军几乎所有军机，核心受益军机尤其是先进战斗机换装列装加速以及价值量大幅提高。军用特种制冷设备已实现空陆海火箭军等全军种覆盖，未来三年在坦克、船舶等领域快速增长。高附加值的全寿命维修保障业务是公司新的增长的。综合看，公司业务纯正，产业地位突出唯一，业绩增速显著高于行业。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.89 / 4.21 / 5.78 亿元，当前股价对应 PE=36.8/ 25.3/ 18.5x，维持“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

1. 军机航空氧气系统方面，公司航空氧气产品配套所有军机。预计十四五期间，伴随着我国航空装备的换装列装加速，尤其是先进战机比如歼-20、运 20 等快速放量，公司作为我国航空氧气系统垄断供应商，将全面受益于行业的高景气。公司将必然受益装备放量叠加价值量提升双重驱动，机载油箱惰性化防护系统是先进战机必装，增速凸显；公司还是国内最大的飞机副油箱生产单位，该业务稳中有增，不排除战略储备提升弹性。
2. 公司的特种制冷业务是国内最早的家用窗式空调和军用空调品牌，在行业内享有较高的品牌知名度，为空军、陆军、海军、火箭军等各军种配套，实现全军种覆盖。公司在保持现有优势的基础上，在其他多个领域取得较好进展，比如坦克、舰船领域，放量可期，增速预期更好。
3. 公司其他业务主要是敏感元件、航空氧气维修服务等，维修业务伴随存量飞机的快速上量，叠加实战化训练加强带来的维修任务增加，已经表现出较高的增速，且该业务毛利率更为可观，高附加值业务，是公司未来发展的新增长点。

### 与市场的差异之处

市场认为公司业务不是装备核心，研发实力不足。我们认为，公司的航空氧气系统是重要，独家受益军机放量带来的业绩高速增长要业绩增长点。比如公司目前拟在广东建立 27 万平方华南基地以应对十四五以及未来产能提升问题，同时公司会根据长中短期建立相应的产能计划并一直延续。

### 股价变化的催化因素

1. 公司作为国内唯一的航空氧气系统、机载油箱惰性化防护系统专业化研发制造基地，独家配套我军几乎所有军机，核心受益军机尤其是先进战斗机的换装列装加速的进程。
2. 公司在民用领域，是商飞合格供方，伴随着国产大飞机 C919 首架交付以及国产替代的进程加速，公司也将核心受益。

### 核心假设或逻辑的主要风险

1. 军用业务放量不及预期
2. 民用业务拓展不及预期

## 内容目录

投资摘要 .....	2
估值与投资建议 .....	2
核心假设与逻辑 .....	2
与市场的差异之处 .....	2
股价变化的催化因素 .....	2
核心假设或逻辑的主要风险 .....	2
估值与投资建议 .....	5
绝对估值: 41.82 -45.12 元 .....	5
相对法估值: 目标价 41.6-46.8 元 .....	7
投资建议: 强烈建议“买入” .....	7
中航工业混改典范, 科创板军工第一股 .....	7
国内唯一的航空氧气系统及机载油箱惰性化防护系统单位 .....	7
混改先锋, 核心员工持股, 治理结构, 激励制度优越 .....	8
军品主业聚焦, 产业地位突出, 业绩弹性十足 .....	9
航空产品: 垄断国内航空氧气系统, 受益军机放量叠加价值量提升双重驱动 .....	11
垄断配套供应国内所有航空装备需求军机, 纯正受益且具备弹性 .....	11
机载油箱惰性化防护系统是先进战机必装, 预期高增长 .....	13
国内最大的飞机副油箱生产单位, 稳中有增, 战略储备可提升弹性 .....	15
特种制冷业务: 多个领域取得突破, 增速预期更好 .....	16
全军种覆盖, 在装甲、舰船领域拓展顺利 .....	16
全生命周期服务保障业务: 瞄准航空装备全生命周期, 高附加值业务快速增长 .....	18
盈利预测 .....	19
假设前提 .....	19
盈利预测的敏感性分析 .....	20
风险提示 .....	22
附表: 财务预测与估值 .....	24
国信证券投资评级 .....	25
分析师承诺 .....	25
风险提示 .....	25
证券投资咨询业务的说明 .....	25

## 图表目录

图 1: 江航装备发展历程.....	8
图 2: 江航股权结构.....	8
图 3: 江航装备分业务产品收入.....	10
图 4: 江航装备分业务产品毛利.....	10
图 5: 江航装备毛利率、净利率变化情况.....	11
图 6: 航空氧气系统.....	11
图 7: 各代航空氧气系统发展历程.....	12
图 8: 航空氧气系统收入及其增速.....	13
图 9: 航空氧气系统毛利率.....	13
图 10: 机载油箱惰性化防护系统.....	13
图 11: 90 年至今飞机事故累计.....	14
图 12: 机载油箱防护系统收入及其增速.....	14
图 13: 机载油箱防护系统毛利率.....	14
图 14: 飞机副油箱产品.....	15
图 15: 机载油箱防护系统收入及其增速.....	16
图 16: 机载油箱防护系统毛利率.....	16
图 17: 军用特种制冷设备.....	17
图 18: 民用特种制冷设备.....	17
图 19: 特种制冷业务收入及其增速.....	18
图 20: 特种制冷业务毛利率.....	18
图 21: 敏感元件.....	18
图 22: 氧气地面保障设备.....	18
图 23: 其他主营业务收入及其增速.....	19
图 24: 其他主营业务毛利率.....	19
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%).....	5
表 2: 资本成本假设.....	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元).....	6
表 4: 同类公司估值比较.....	7
表 5: 控股参股公司基本情况.....	9
表 6: 江航装备领域划分 (接下表).....	9
表 7: 公司 3 年营业收入预测.....	错误!未定义书签。
表 8: 未来 3 年盈利预测表.....	20
表 9: 情景分析 (乐观、中性、悲观).....	21

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：41.82 -45.12 元

公司作为国内唯一的航空氧气系统、机载油箱惰性化防护系统专业化研发制造基地，核心受益军机尤其是先进战斗机的换装列装加速的进程。此外，军用特种制冷设备已实现空陆海火箭军等全军种覆盖，未来三年在船舶等领域有望快速增长。整体看，公司业务纯正，细分领域优势突出，业绩增速也高于行业平均。由此，我们认为公司十四五快速发展可期。

1、公司主要从事航空装备及特种制冷两大业务，我们预计公司营收有望保持快速增长，后续随着营收规模基数的增长，同比增幅逐步放缓；

2、随着收入规模的扩大，规模化效应及产品结构变化带动毛利率稳中有升，带动

公司管理费用率和销售费用率逐年稳步下行；

3、公司被认定为国家高新技术企业，按 15% 的税率缴纳企业所得税，另外考虑到研发投入的加计扣除，公司的所得税率一直低于 15%，我们认为仍可持续；

4、Beta 值选取行业平均杠杆 Beta，为 0.93；

5、无风险利率选取当前的十年期国债收益率 3.11% 来评估；

6、风险溢价选取市场收益率扣除无风险利率的方式来测算，选取沪深 300 指数近 5 年年均收益率 9.65% 为基础，得到风险溢价 6.5%；

7、Kd 值为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，这里我们参考 AA 级中债企业债 10 年到期收益率 5.30%；

综上假设，测算得出公司加权平均资本成本 WACC 为 9.16%。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	-2.7%	2.0%	23.2%	39.6%	34.8%	29.7%	29.7%	29.7%	28.0%
毛利率	65.9%	59.4%	58.5%	57.4%	56.7%	56.3%	56.3%	56.3%	56.3%
管理费用/营业收入	15.1%	14.9%	12.7%	14.5%	13.0%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
销售费用/销售收入	3.0%	3.4%	2.8%	2.3%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业税及附加/营业收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
所得税税率	1.6%	11.3%	9.9%	9.7%	9.5%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
股利分配比率	31.1%	2.2%	36.6%	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

**表 2: 资本成本假设**

无杠杆 Beta	0.93	T	9.70%
无风险利率	3.11%	Ka	9.16%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价 (元)	26.41	Ke	9.17%
发行在外股数 (百万)	404	E/(D+E)	99.67%
股票市值(E, 百万元)	10376	D/(D+E)	0.33%
债务总额(D, 百万元)	35	WACC	9.16%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	2.00%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFE 估值方法, 得到公司的合理价值区间为 41.82-45.12 元。

#### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析,

**表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		8.2%	8.7%	9.16%	9.7%	10.2%
永续 增 长 率 变 化	3.5%	66.26	58.55	52.24	47.00	42.57
	3.0%	60.88	54.30	48.83	44.21	40.27
	2.5%	56.46	50.75	45.93	41.82	38.27
	2.0%	52.75	47.72	43.43	39.74	36.52
	1.5%	49.60	45.12	41.26	37.91	34.97
	1.0%	46.89	42.86	39.36	36.29	33.59
	0.5%	44.53	40.88	37.68	34.85	32.35

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对法估值：目标价 41.6-46.8 元

选取与公司同为航空机载配套、航空装备集成配套的单位以及增长及受益方向相似的产业链公司做比较，采用 PE 法估值。综合比较各公司看，可比公司当前市值对应 21-23 年的 PE 均值分别为 58.32、42.32、33.41，以及考虑未来三年的业绩复合增速水平在 40%以上，我们认为给予公司 22 年 40-45 倍 PE 是合理的，目标价 41.6-46.8 元。

表 4：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (6月15日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E			
688586	江航装备	26.41	0.48	0.72	1.04	55.0	36.8	25.3	5.57	0.78	10663
同类公司：											
002013	中航机电	9.93	0.28	0.34	0.41	35.46	29.21	24.22	2.97	3.49	38576
600372	中航电子	15.52	0.33	0.41	0.48	47.03	37.85	32.33	2.78	4.47	29926
600862	中航高科	27.74	0.31	0.49	0.67	89.48	56.61	41.40	8.38	-4.45	38643
000738	航发控制	19.62	0.32	0.43	0.55	61.31	45.63	35.67	3.66	1.32	22478
	均值	18.20	0.31	0.42	0.53	58.32	42.32	33.41	4.44	3.09	32406

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

### 投资建议：强烈建议“买入”

中航工业混改先锋，员工持股治理优越。作为国内唯一航空氧气系统、机载油箱惰化防护系统专业化单位，独家配套我军几乎所有军机，核心受益军机尤其是先进战斗机换装列装加速以及价值量大幅提高。军用特种制冷设备已实现空陆海火箭军等全军种覆盖，未来三年在坦克、船舶等领域快速增长。高附加值的全寿命维修保障业务是公司新的增长的。综合看，公司业务纯正，产业地位突出唯一，业绩增速显著高于行业。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.89 / 4.21 / 5.78 亿元，当前股价对应 PE=36.8 / 25.3 / 18.5x，维持“买入”评级。

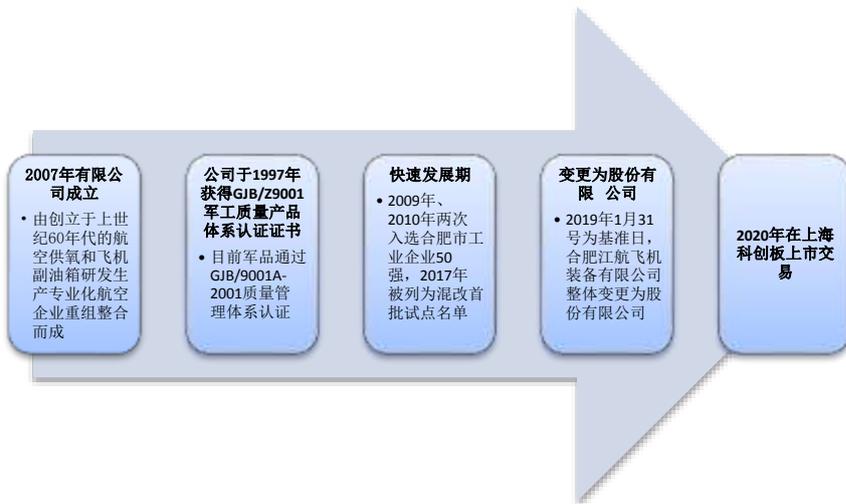
## 中航工业混改典范，科创板军工第一股

合肥江航飞机装备股份有限公司是隶属于中国航空工业集团有限公司机载板块的一家大型航空装备高科技企业。公司坐落于安徽省合肥市，2007 年由创立于上世纪 60 年代的航空供氧和飞机副油箱研发生产专业化航空企业重组整合而成。2019 年整体改制成立股份有限公司。

### 国内唯一的航空氧气系统及机载油箱惰化防护系统单位

公司系国内唯一的航空氧气系统及机载油箱惰化防护系统专业化研发制造基地，亦是国内最大的飞机副油箱及国内领先的特种制冷设备制造商，长期的技术积累和特殊的产业布局使得公司航空产业具有绝对的市场领先地位。主要产品涵盖航空氧气系统、机载油箱惰化防护系统、飞机副油箱等航空产品以及军民用特种制冷设备。近六十年的发展历程，公司已掌握多项达到国际领先、国际先进或国内领先水平的核心技术，其中处于国际领先水平的氧气调节技术及国际先进水平的机载分子筛制氧技术打破了国外长期以来的技术封锁，填补了国内空白。公司先后获得国家科学技术进步特等奖、国防科学技术一等奖。

图 1: 江航装备发展历程

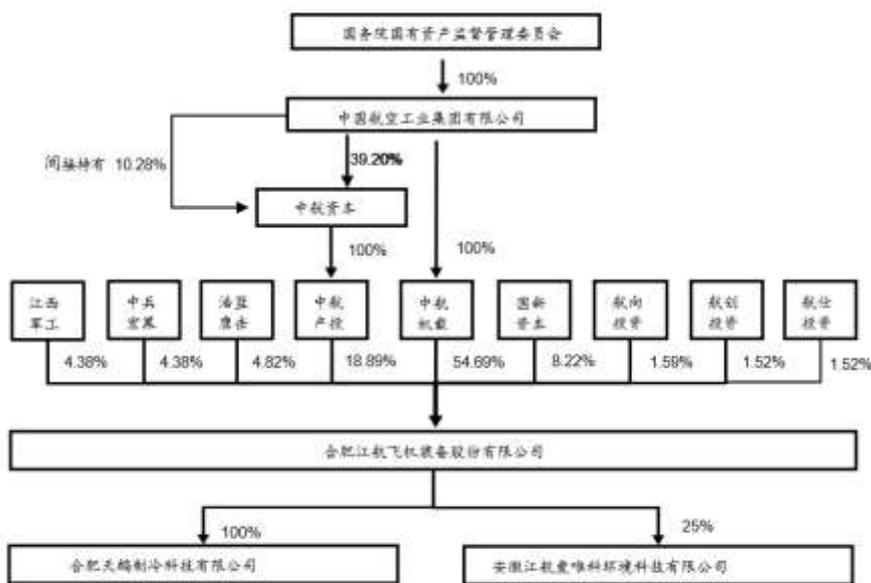


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

### 混改先锋，核心员工持股，治理结构，激励制度优越

股权架构上航空工业控股，混改引入了战投，同时也做了员工持股，且比例高，整体治理结构优越。公司在 2018 年 4 月，列为国有企业首批混合所有制改革试点单位，2018 年 4 月 13 日，江航有限同意机电公司将其持有的江航有限 28.60%股权转让给中航产投；2018 年 6 月，国新资本、浩蓝鹰击、中兵宏慕、江西军工、航向投资、航创投资、航仕投资等投资者以货币形式出资 3.16 亿元，其中国新资本持股 8.9%、浩蓝鹰击持股 5.2%、江西军工持股 4.7%、中兵宏慕持股 4.7%、员工持股平台（航向、航创、航仕）共持股 5%。

图 2: 江航股权结构



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理（注：上图虚线系指航空工业集团通过下属单位间接持有中航资本的持股部分，中航资本的股权结构为截至 2019 年 12 月 31 日的的数据。）

公司主要控股参股公司合肥天鹫制冷科技有限公司和安徽江航爱唯科环境科技有限公司。其中，母公司主要是航空领域业务；特种制冷业务主要依托于全资

子公司合肥天鹅制冷科技有限公司；参股 25%的安徽江航爱唯科环境科技有限公司则主要是生产空气和水净化器、加湿器、除湿机等环境类电器，以及其它小家电国外知名品牌的代工项目。

**表 5：控股参股公司基本情况**

公司名称	类型	主要业务	净利润 2020	持股比例
合肥天鹅制冷科技有限公司	全资子公司	军用空调及制冷设备、工业特种制冷设备及车载空调、舰船空调及海水淡化设备和流体设备、中央空调及末端设备，冷冻冷藏及低温设备，户式类空调及热泵热水设备，冷液设备，调温设备，汽车用空调器，风机、换向阀、换热器、压缩机等制冷配件，空调电子及嵌入式计算机控制系统研发、生产、销售、安装、技术服务和系统集成	0.26 亿元	100%
安徽江航爱唯科环境科技有限公司	参股公司	医用和保健制氧机以及生命健康系列产品：空气净化设备、水净化设备、建筑物新风系统设备、厨卫电器、智能化园艺装置、运动康复器材研发、生产、销售；进出口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外）。	0.21 亿元	25%

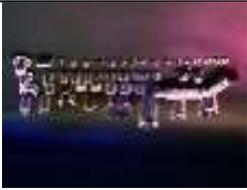
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 军品主业聚焦，产业地位突出，业绩弹性十足

公司的主要产品包括航空氧气系统、机载油箱惰性化防护系统、飞机副油箱、航空氧气地面设备等航空产品和航天生保系统环控产品以及军民用特种制冷产品。

**表 6：江航装备领域划分（接下表）**

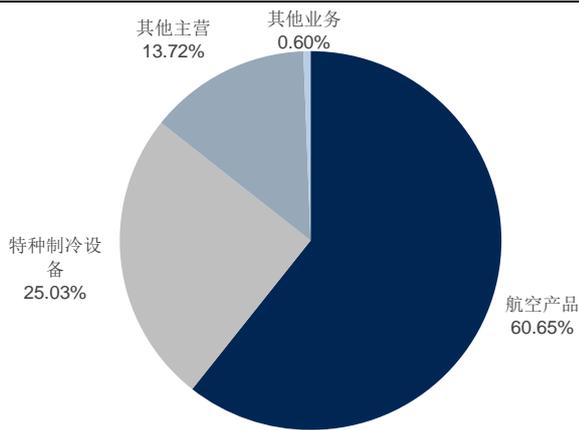
领域划分	产品名称	图例	介绍
	航空氧气系统		航空氧气系统由制氧系统（也称氧源系统）、供氧系统和供氧个体防护装备三部分组成。
航空领域	机载油箱惰性化防护系统		主要由气源预处理子系统、制氮子系统、分配子系统以及监控子系统等组成。
	飞机副油箱		飞机副油箱可以分为可投放式和不可投放式，其中可投放式副油箱一般应用于歼击机
制冷领域	军用特种制冷设备		军用特种制冷设备使用环境恶劣，对高温、低温、冲击、振动、湿热、盐雾、霉菌和电磁兼容等性能的要求十分苛刻。
	民用特种制冷设备		天鹅制冷通过军用技术成果转化，成功研发生产出民用特种制冷设备系列产品，相关产品具有制冷量输出范围大、使用温度范围宽等技术特点

敏感元件		公司研制生产的敏感元件主要包括各型波纹管、膜片、膜盒、毛细管、压力弹簧管、金属软管、弹簧等产品
其他领域		
氧气地面保障设备		公司研制生产的氧气地面保障设备，包括氧气系统地面检测设备、飞行员训练设备及非标试验设备，主要应用于各大主机厂和部队基地地面保障服务。

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

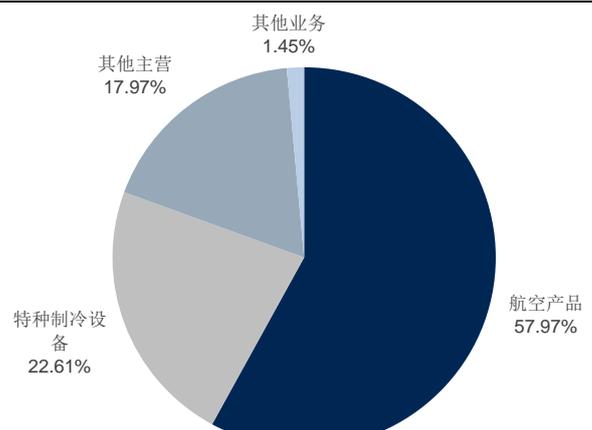
公司航空领域占比高，航空产品垄断地位优势突出。根据公司 2020 年年报，公司实现营收 8.31 亿元，同比增长 23.20%，其中航空产品实现收入 5.03 亿元，同比增长 23.49%，占主营业务收入 60.65%；特种制冷实现收入 2.07 亿元，同比增长 10.20%，占主营业务收入 25.03%；其他产品实现收入 1.13 亿元，同比增长 53.59%，占主营业务收入 13.72%。

图 3：江航装备分业务产品收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

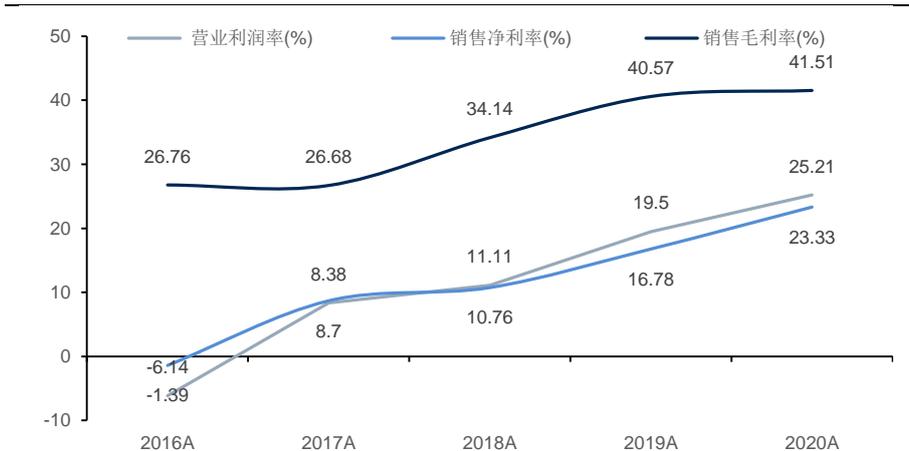
图 4：江航装备分业务产品毛利



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

20 年销售毛利率稳中上升，产品结构和规模效应逐步凸显。2020 年公司实现销售毛利率为 41.51%，同比上升 0.94pct，主要系交付产品的结构和数量有所调整；净利率为 23.33%，同比上升 6.55pct；营业利润率为 25.21%，同比上升 6.71pct，主要系公司业务量增大，规模效应逐渐凸显。期间费用方面，20 年销售费用率为 2.84%，同比减少 0.51pct；占比较高的管理费用率为 13.45%，同比改善 2.24pct；财务费用率为 -0.20%，同比降低 0.77%，公司的管理水平和规模效应体现明显。

图 5: 江航装备毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 航空产品: 垄断国内航空氧气系统, 受益军机放量 叠加价值量提升双重驱动

垄断配套供应国内所有航空装备需求军机, 纯正受益且具备弹性

航空氧气系统是飞机不可缺少的重要产品, 提供飞行员生命支持。航空氧气系统是为飞行员提供呼吸用氧和飞行服抗荷压力的重要产品, 通过提高吸入气和肺泡气氧分压水平以及体表抗荷、代偿压力, 减轻低气压效应、缺氧、过载等因素对人体的影响和伤害。航空氧气系统对飞行安全保障至关重要, 在军用领域是“首当其冲, 全程使用, 生命攸关”的生命保障技术装备, 在民用领域亦是必不可少的应急安全保障装备。航空氧气系统由制氧系统(也称氧源系统)、供氧系统和供氧个体防护装备三部分组成。公司的航空氧气系统产品主要为制氧系统和供氧系统, 并配套少量供氧个体防护装备, 其中制氧系统包含氧气浓缩器、氧源转换器、备用氧瓶等产品, 供氧系统包含电子式供氧抗荷调节器、氧气减压器、氧气断接器、跳伞供氧器等产品。

图 6: 航空氧气系统



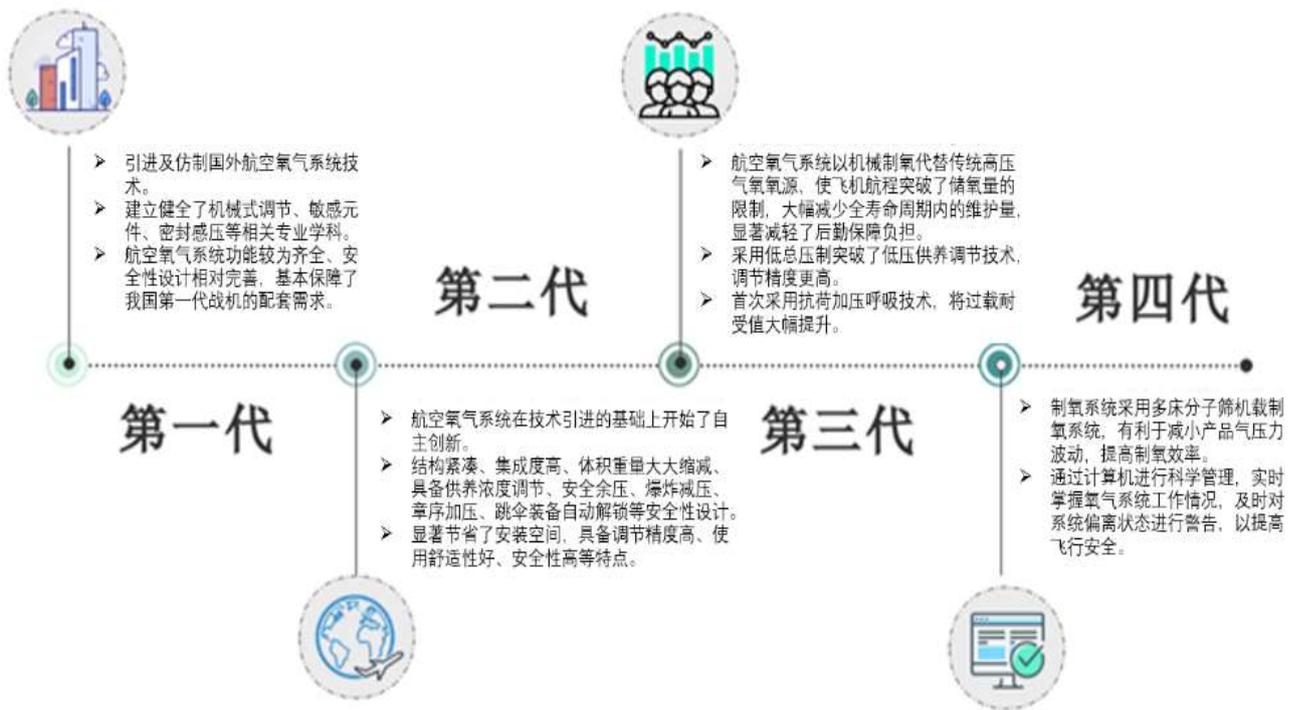
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

我国航空氧气系统经历了从技术引进到自主设计的发展之路, 并且伴随着主战飞机的迭代升级相应实现了不断的技术革新和性能提升。二十世纪五六十年代,

我国通过引进及仿制国外航空氧气系统技术，建立健全了机械式调节、敏感元件、相关专业学科，航空氧气系统功能较为齐全、安全性设计相对完备，基本保障了我国第一代战机的配套需求。第二代战机的发展，航空氧气系统在技术引进的基础上开始了自主创新，该代产品显著节省了安装空间，具备调节精度高、使用舒适性好、降级设计完善、安全性高等特点，满足了我国第二代战机的配套使用需求。随着我国第三代战机的发展，航空氧气系统以机载制氧代替传统高压气氧源，使飞机航程突破了储氧量的限制，具备防核生化能力，实现了全飞行包线范围的防护，大幅减少全寿命周期内的维护量，显著减轻了后勤保障负担。第四代战机对航空氧气系统提出了更高要求，制氧系统采用多床分子筛机载制氧系统，供氧系统主要采用机电一体化智能控制等特点。

公司作为国内唯一的航空氧气系统供应商，公司经过近 60 年的发展，掌握多项达到国际领先、国际先进或国内领先水平的核心技术，其中处于国际领先水平的氧气调节技术及国际先进水平的机载分子筛制氧技术打破了国外长期以来的技术封锁，使得我国成为继美国、英国、法国之后第四个掌握该等技术的国家，填补了国内空白。

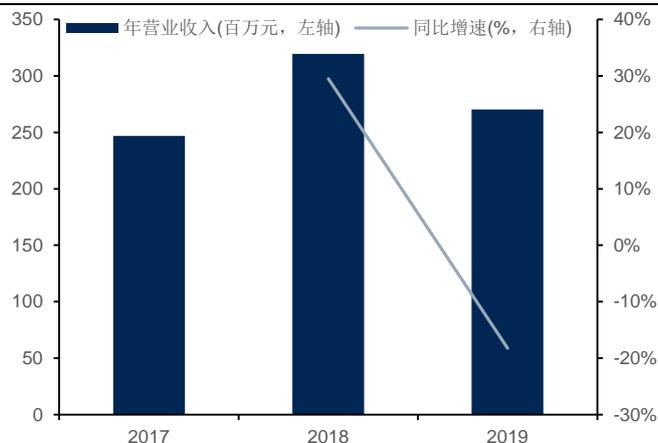
图 7：各代航空氧气系统发展历程



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司目前垄断航空主机厂业务，航空氧气系统受益下游放量已经开始体现出高速增长。我们认为公司主要受益成都、沈阳等主机厂现在航空装备换装列装的加速，尤其是歼-20、运-20 等新式航空装备放量。此外叠加公司新式装备配套的航空氧气系统在价值量上相比上一代是翻倍的价值量提升。在目前预付模式变化下，公司直接受益，推测也有不菲预付款。公司未来航空氧气系统的业绩增速将大幅高于整体航空装备的增速，产业地位突出，业绩弹性十足。

图 8: 航空氧气系统收入及其增速



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 航空氧气系统毛利率

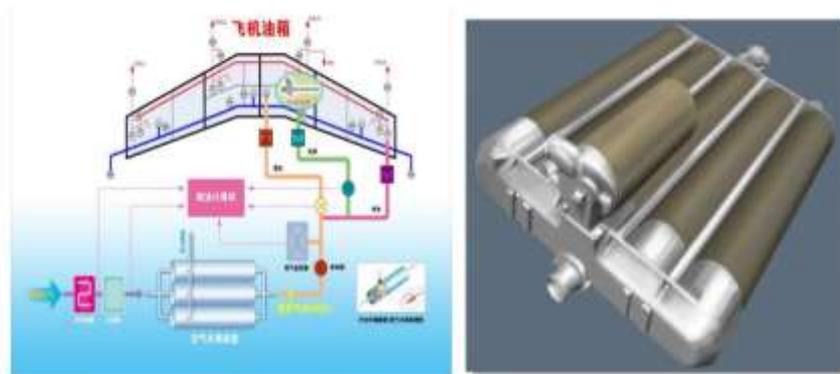


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

### 机载油箱惰化防护系统是先进战机必装，预期高增长

机载油箱惰化防护系统主要采用空气处理技术、机载空气分离技术、自适应分配及监控技术，通过从发动机引入空气，利用中空纤维膜对空气中氮气和氧气的选择透过性，在压差作用下实现氧氮分离以制出富氮气体，并用之替代燃油箱上部气相空间内的油气混合物，为飞机燃油箱在起飞、爬升、巡航和降落阶段提供富氮气体，降低燃油箱可燃性，提高飞机运行的安全性。

图 10: 机载油箱惰化防护系统



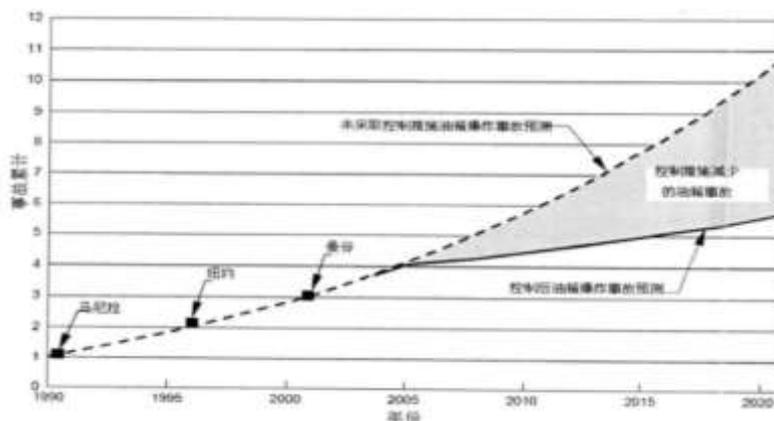
机载油箱惰化防护系统产品

资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

飞机燃油系统起火或爆炸是引起飞机失事的主要原因之一。飞机燃油系统的防火防爆能力，直接关系到飞机生存力和易损性，也关系到飞机的利用率、成本以及人员安全。燃油箱若具有防爆能力，即使中弹或其他原因引起火灾，也不至于机毁人亡，飞机经修复后乃可继续使用，这就相应提高了飞机的利用率和生存力，降低了飞机的易损性。飞机燃油箱防爆技术的采用还可以增加救生时间，使飞机在燃油箱出现故障的情况下有足够的时间返航。另外，还可以在应急情况下保护飞机。飞机油箱惰化技术研究始于第二次世界大战期间。20 世

纪 50 年代用氮气冲刷无油空间降低氧浓度。70 年代许多军用机采用储备气体惰化油箱，DC-9 商用运输机上也使用了惰性气体储备系统；80 年代，国外出现了采用空气分离技术的惰性气体发生系统。近年来膜法分离技术的应用已日趋广泛，其中基于中空纤维膜空气分离技术的惰性气体发生方法的应用日益成熟，大量装备于国外各类先进的军机和民机(如 F-22、A320、A40(M)、B787 等)。

图 11: 90 年至今飞机事故累计



资料来源：知网，国信证券经济研究所整理

机载油箱惰性化防护系统是公司近十年来重点发展的产品，公司自主研发的机载空气分离制氮技术已达到国内领先水平，采用该技术的机载油箱惰性化防护系统亦填补了国内军用飞机领域的空白。我国先进战机中机载油箱惰性化防护系统已是必备，伴随着四代机的快速放量，公司的机载油箱惰性化防护系统业绩也将增长迅速，同时其他需要装备惰性化系统的军机公司也同样独家受益。

图 12: 机载油箱防护系统收入及其增速



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 机载油箱防护系统毛利率



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

更大的市场来自民航维修，公司已在做适航取证等工作。根据《航空维修与工程》报道，燃油箱惰性系统中的空气分离组件价格昂贵且故障率较高，在质保期外更换一个空气分离组件需要花费 75000 美元。据 AeroParts 公司介绍，一家运营 50 架波音 737 飞机的航空公司仅 2015 年内就累计更换了 20 个空气分离组件。按照 2020 年我国民航机队规模达 6747 架，年更换 2 个空气分离组件计算，单架飞机年维修规模 15 万美金，整个中国民航市场 10 亿美元的市场规模。

### 国内最大的飞机副油箱生产单位，稳中有增，战略储备可提升弹性

飞机副油箱是指除飞机主燃油箱外，在飞机外部携带燃料的储油容器或者在飞机内部根据任务需要增加安装的储油容器，用以增加飞机储油量，延长飞机航程或续航时间。飞机副油箱可以分为可投放式和不可投放式，其中可投放式副油箱一般应用于歼击机，在需要时可将副油箱弹射投放或重力投放，以提升飞机机动性能。可投放式副油箱属于消耗品，需按一定配比生产和贮存，以备需要时的快速消耗。不可投放式副油箱一般应用于中大型轰炸机、运输机及直升机，可采用外挂或内置的安装形式，主要用于转场飞行。

公司是国内最大的具备飞机副油箱自主设计、生产、试验的专业化单位，业务稳中提升。公司研制的飞机副油箱一般由副油箱箱体、吊挂装置、燃油测量装置、增压输油装置和附件等部分组成，副油箱容量从数十升至数千升不等，可以满足空军、海军、陆军航空兵配备的歼击机、轰炸机、教练机、运输机、直升机和无人机等各类机型的需求。公司该业务毛利率虽不高，但后续若复合材料副油箱逐步进入批产可改善毛利率，同时量的增长需期待战略储备等的采购预期加强。

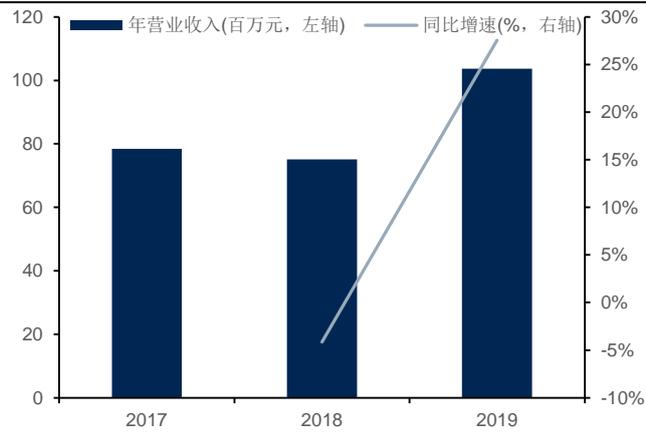
图 14：飞机副油箱产品



飞机副油箱产品

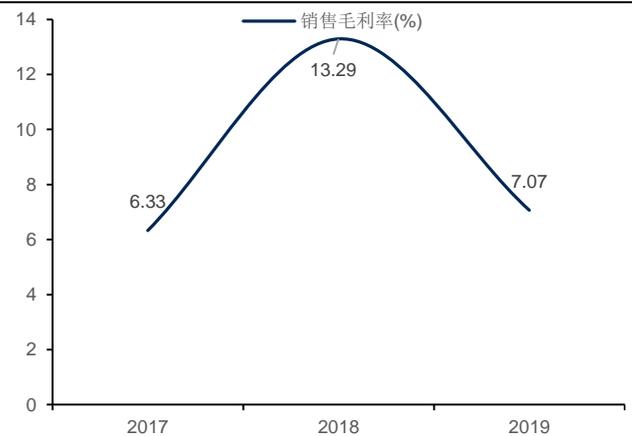
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 机载油箱防护系统收入及其增速



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 机载油箱防护系统毛利率



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

## 特种制冷业务：多个领域取得突破，增速预期更好

各种武器系统中的高发热设备离不开特种制冷设备为其使用环境进行降温，从而将作战设备和人员的环境温度控制在最佳范围，有力提高了综合作战能力。军用特种制冷设备使用环境恶劣，对高温、低温、冲击、振动、湿热、盐雾、霉菌和电磁兼容等性能的要求十分苛刻。例如，家用及商用空调的通常使用环境温度范围通常为-7℃~43℃，而军用特种制冷设备的使用环境温度范围则在-45℃~60℃之间，具有宽温制冷、制热特点。

### 全军种覆盖，在装甲、舰船领域拓展顺利

公司特种制冷业务系通过全资子公司天鹅制冷开展，其“天鹅”品牌是国内最早的家用窗式空调和军用空调品牌，在行业内享有较高的品牌知名度。天鹅制冷生产的军用特种制冷设备主要包括方舱空调、装甲空调、舰船空调、冷液设备等产品，为空军、陆军、海军、火箭军等各军种配套，实现全军种覆盖。此外，近年来天鹅制冷将成熟制冷技术应用到航空机载领域，开发出航空机载制冷系统等新装备，在该细分领域具有突出优势。

**军用方舱空调方面**，公司利用多年军用制冷历史数据和通过产品故障模式影响及危害度分析，在国内首次通过军用空调 5042 小时可靠性鉴定试验，荣获中国企业联合会和中国企业家协会联合授予的“中国企业新记录”；在军用装甲空调方面，天鹅制冷研制的国内最早两款装甲空调在与国外对比中占据优势，并成功为“XX155”自行火炮配套，后续研发产品在炮振、密封、多制式、双驱动、防沙尘和高压直流等方面拥有大量专利，相关技术在国内领先。此外成功为航天某项目地面空调车配套，中标国内最大车载冷液设备、“雷达、电子战冷液系统”项目和中电“400KW 冷液环控机组”项目

**军用舰船空调方面**，采用纳米涂覆、三防处理和系统安全运行技术，解决海上盐雾腐蚀和大幅度倾斜和摇摆条件下的可靠工作；在军用冷液设备方面，利用强制风冷、压缩机制冷和多种复合制冷进行功能原理优化，通过多种方式提供冷却循环服务，在-40℃至 60℃宽温运行、交变运行、防凝露控制、多变量调节、自动响应和智能控制等方面拥有大量专利，能满足各类现代武器中的冷液

散热需求。

图 17: 军用特种制冷设备



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**民用特种制冷设备领域,**

天鹅制冷通过军用技术成果转化, 成功研发生产出民用特种制冷设备系列产品, 相关产品具有制冷量输出范围大、使用温度范围宽等技术特点, 产品结构包括分体、整体外置、顶置和风道式等多种形式。天鹅制冷民用特种制冷设备重点开拓工业用特种耐高温空调、专用车空调等细分市场, 其中工业用特种耐高温空调主要应用于冶金行业, 在炼钢、炼铝、焦化工厂的耐高温(如 75℃)、多粉尘、腐蚀性强、振动大等恶劣环境下, 为工作人员提供适宜的工作环境, 并保障电子设备的稳定运行; 专用车空调则主要运用于人防、安防、医疗、应急通讯专用车等改装专用车领域。

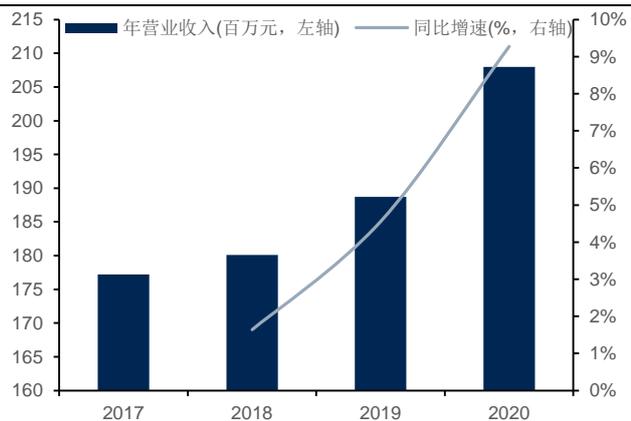
图 18: 民用特种制冷设备



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

针对国家疫情常态化装备需求, 公司在救援应急医疗方舱、帐篷空调业务上争取更大增量。2020 年初公司应急生产驰援武汉抗击疫情的三十多台急救车空调设备, 军民用特种制冷行业地位进一步巩固。

图 19: 特种制冷业务收入及其增速



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 特种制冷业务毛利率



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

## 全寿命周期服务保障业务：瞄准航空装备全寿命周期，高附加值业务快速增长

公司的其他业务包括敏感元件、氧气地面保障设备等产品及航空产品维修服务。其中，公司研制生产的敏感元件主要包括各型波纹管、膜片、膜盒等产品，该产品可以起到感受压力变化，目前主要应用于军民航空领域，同时不断扩展，已经实现在神舟系列飞船及航天员舱外航天服上的配套应用。氧气地面保障设备，包括氧气系统地面检测设备、飞行员训练设备及非标试验设备，主要应用于各大主机厂和部队基地地面保障服务。

图 21: 敏感元件



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 22: 氧气地面保障设备

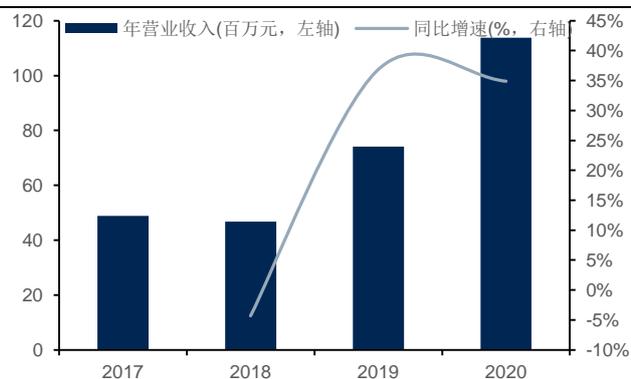


资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

公司借助航空氧气系统研发制造方面的独特优势，不断拓展相关产品的维修服务市场。公司承担了包括氧气调节器、氧气浓缩器、氧气减压器、氧气断接器、氧气压力表、氧气示流器、氧源转换器等产品的维修工作，维修业务伴随存量飞机的快速上量，叠加实战化训练加强带来的维修任务增加，已经表现出较高的增速，2020年维修及其他业务营业收入同比增加 53.59%，且该业务毛利率更为可观，是高附加值业务，是公司未来发展的新增长点。同时，由于航空氧气系统修理业务等高毛利产品和服务的金额及占比增加，公司其他产品/服务

毛利率呈上升趋势。

图 23: 其他主营业务收入及其增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 其他主营业务毛利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

公司航空氧气系统垄断国内航空氧气系统, 受益装备放量叠加价值量提升双重驱动, 机载油箱惰化防护系统是先进战机必装, 增速凸显; 公司还是国内最大的飞机副油箱生产单位, 该业务稳中有增, 不排除战略储备可提升弹性。综合看, 我们预计公司 2021-2023 年航空产品业务增速为 42.9%、33.9%、29.5%; 毛利率伴随先进机型的快速上量, 产品结构和产量规模有望带动毛利率进一步提升。

公司的特种制冷业务系通过全资子公司天鹅制冷开展, 其“天鹅”品牌是国内最早的家用窗式空调和军用空调品牌, 在行业内享有较高的品牌知名度, 为空军、陆军、海军、火箭军等各军种配套, 实现全军种覆盖。公司在保持现有优势的基础上, 在其他多个领域取得较好进展, 比如坦克、舰船领域, 放量可期, 增速预期更好, 我们预计 2021-2023 年特种制冷设备业务增速为 32.2%、36.4%、30.7%。毛利率业务相对保持稳定, 规模优势有望也体现。

公司其他业务主要是敏感元件、航空氧气维修服务, 维修业务伴随存量飞机的快速上量, 叠加实战化训练加强带来的维修任务增加, 已经表现出较高的增速, 2020 年维修及其他业务营业收入同比增加 53.59%, 且该业务毛利率更为可观, 是高附加值业务, 是公司未来发展的新增长点, 我们预计 2021-2023 年该业务增速为 40.6%、37.5%、29.5%。同时, 由于航空氧气系统修理业务等高毛利产品和服务的金额及占比增加, 公司其他产品/服务毛利率呈上升趋势。

公司期间费用一方面伴随营收带动增长, 公司的规模效应逐步体现、人员不会大幅度增加, 人均创收目标仍在增长, 公司销售模式主要是面向主机厂所, 因此期间费用率中管理费用率、销售费用率呈现下降趋势, 财务费用端公司作为重要的主机集成配套单位, 在目前预付模式改变的情况下, 公司大概率会收到不菲的预付款项, 财务费用进一步改善, 21 年有望呈现出大幅上涨态势。

**表 7: 公司 3 年营业收入预测**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>航空产品</b>					
收入	408	503.9	720.0	964.0	1248.0
增速 (%)		23.5	42.9	33.8	29.6
毛利率 (%)	38.64	39.71	41.30	42.2	42.92
<b>特种制冷设备</b>					
收入	188.7	208	275	375	490
增速 (%)		10.23	32.21	36.36	30.67
毛利率 (%)	35.03	37.57	38.0	38.4	38.5
<b>其他主营</b>					
收入	74.1	113.8	160	220	285
增速 (%)		53.58	40.60	37.50	29.55
毛利率 (%)	63.16	54.31	55.0	55.2	55.4
合计收入	674.5	831.0	1160	1564	2028
增速 (%)		23.2	39.6	34.8	29.7
毛利率 (%)	40.6	41.5	42.7	43.3	43.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

**表 8: 未来 3 年盈利预测表**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	831	1160	1564	2028
营业成本	486	666	887	1141
销售费用	24	27	30	32
管理费用	112	171	207	243
财务费用	(2)	(11)	(13)	(15)
营业利润	210	313	457	630
利润总额	215	320	465	638
归属于母公司净利润	194	289	421	578
EPS	0.48	0.72	1.04	1.43
ROE	10%	14%	17%	20%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

按假设前提, 我们预计公司 21-23 年归属母公司净利润 2.89/4.21/5.78 亿元, 增速分别为 49.0%/45.7%/37.3%。每股收益分别为 0.72 /1.04/1.43 元。

### 盈利预测的敏感性分析

### 盈利预测情景分析

**表 9: 情景分析 (乐观、中性、悲观)**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	674	831	1193	1650	2188
(+/-%)	2.0%	23.2%	43.5%	38.3%	32.6%
净利润(百万元)	113	194	381.25	556.00	768.87
(+/-%)	59.2%	71.3%	96.6%	45.8%	38.3%
摊薄 EPS	0.37	0.48	0.94	1.38	1.90
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	674	831	1160	1564	2028
(+/-%)	2.0%	23.2%	39.6%	34.8%	29.7%
净利润(百万元)	113	194	289.37	420.65	577.64
(+/-%)	59.2%	71.3%	49.3%	45.4%	37.3%
摊薄 EPS(元)	0.37	0.48	0.72	1.04	1.43
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	674	831	1127	1480	1876
(+/-%)	2.0%	23.2%	35.6%	31.3%	26.7%
净利润(百万元)	113	194	203.74	299.49	411.99
(+/-%)	59.2%	71.3%	5.1%	47.0%	37.6%
摊薄 EPS	0.37	0.48	0.50	0.74	1.02
总股本 (百万股)	303	404	404	404	404

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 42-45 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司十四五期间收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.11%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 40-45 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年公司军品业务收入的预测、民品业务收入的预测，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司军品业务放量的估计偏乐观，导致未来军品业务收入增速值偏高，从而导致盈利偏乐观的风险；
- 2、可能由于对民品业务拓展速度的预计偏乐观，导致未来民品业务收入增速值偏高，进而导致盈利预测偏乐观的风险。

### 技术风险

公司所生产的航空氧气系统、机载油箱惰化防护系统、飞机副油箱等航空产品配套供应国内有装备需求的所有在研、在役军机，随着军机的更新换代，公司的技术和产品面临同步升级的要求。虽然目前公司掌握的核心技术具有领先性，但如果公司在技术升级替代的过程中未能及时满足客户的需求，或行业内出现其他重大技术突破，则公司掌握的技术将面临先进程度落后而被替代的风险，从而对公司发展造成较大不利影响。

此外，公司关键核心竞争力在于产品的研发、试验能力和制造工艺技术。能否持续保持高素质的技术团队、研发并制造具有行业竞争力的产品，对于公司的可持续发展至关重要。公司十分重视对技术人才的培养和引进，并实施了员工持股以增强核心团队的稳定性，保证各项研发工作的有效组织和成功实施。但未来仍可能会面临行业竞争所带来的核心技术及人员流失风险。

### 经营风险

公司未来盈利的实现受到宏观经济、市场环境、产业政策、行业竞争情况、管理层经营决策、募集资金投资项目实施情况等诸多因素的影响。未来如出现军费削减、军方采购政策变化、新竞争者进入、公司研发能力无法满足下游客户需求等情况，将使得公司的主营业务收入、净利润等经营业绩面临下滑的风险，极端情况下可能出现发行当年业绩下滑风险。

### 财务风险

我国国防军工武器装备产业链较长，军方作为最终需求方，向主机厂提出采购要求，主机厂再向上游供应商提出采购需求。通常情况下，主机厂取得军方对其的付款后再向上游供应商付款。在货款结算时，军方对主机厂终端产品验收及付款的规定程序较多，且多存在年底前集中付款的情况。该等情况导致公司对主机厂客户的实际结算周期较长。公司对主机厂回款时间存在一定不确定性。如出现大额应收账款及应收票据长期未回款情况，将对公司生产经营构成一定不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1297	1329	1489	1866	营业收入	831	1160	1564	2028
应收款项	460	629	801	928	营业成本	486	666	887	1141
存货净额	406	529	643	759	营业税金及附加	3	3	4	4
其他流动资产	122	162	211	264	销售费用	24	27	30	32
<b>流动资产合计</b>	<b>2284</b>	<b>2649</b>	<b>3145</b>	<b>3816</b>	管理费用	112	171	207	243
固定资产	545	521	493	457	财务费用	(2)	(11)	(13)	(15)
无形资产及其他	69	65	62	58	投资收益	5	5	5	5
投资性房地产	78	78	78	78	资产减值及公允价值变动	(2)	4	3	2
长期股权投资	11	11	14	16	其他收入	(2)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2987</b>	<b>3325</b>	<b>3790</b>	<b>4426</b>	营业利润	210	313	457	630
短期借款及交易性金融负债	40	35	25	34	营业外净收支	6	7	8	8
应付款项	455	568	719	876	<b>利润总额</b>	<b>215</b>	<b>320</b>	<b>465</b>	<b>638</b>
其他流动负债	116	159	189	241	所得税费用	21	31	44	60
<b>流动负债合计</b>	<b>611</b>	<b>763</b>	<b>933</b>	<b>1150</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>194</b>	<b>289</b>	<b>421</b>	<b>578</b>
其他长期负债	446	429	409	394					
<b>长期负债合计</b>	<b>446</b>	<b>429</b>	<b>409</b>	<b>394</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1057</b>	<b>1192</b>	<b>1342</b>	<b>1544</b>	净利润	194	289	421	578
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(9)	0	0	0
股东权益	1930	2133	2448	2881	折旧摊销	52	71	77	83
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2987</b>	<b>3325</b>	<b>3790</b>	<b>4426</b>	公允价值变动损失	2	(4)	(3)	(2)
					财务费用	(2)	(11)	(13)	(15)
					营运资本变动	(167)	(193)	(174)	(102)
					其它	9	(0)	(0)	(0)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>81</b>	<b>163</b>	<b>321</b>	<b>557</b>
					资本开支	(12)	(40)	(42)	(42)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(17)</b>	<b>(40)</b>	<b>(44)</b>	<b>(44)</b>
					权益性融资	945	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(71)	(87)	(105)	(144)
					其它融资现金流	159	(5)	(10)	8
					<b>融资活动现金流</b>	<b>961</b>	<b>(91)</b>	<b>(115)</b>	<b>(136)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>1026</b>	<b>32</b>	<b>161</b>	<b>376</b>
					货币资金的期初余额	271	1297	1329	1489
					货币资金的期末余额	1297	1329	1489	1866
					企业自由现金流	60	103	256	489
					权益自由现金流	218	109	257	512

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.48	0.72	1.04	1.43
每股红利	0.18	0.22	0.26	0.36
每股净资产	4.78	5.28	6.06	7.14
ROIC	14%	13%	18%	24%
ROE	10%	14%	17%	20%
毛利率	42%	43%	43%	44%
EBIT Margin	25%	25%	28%	30%
EBITDA Margin	31%	31%	33%	34%
收入增长	23%	40%	35%	30%
净利润增长率	71%	49%	45%	37%
资产负债率	35%	36%	35%	35%
息率	0.7%	0.8%	1.0%	1.4%
P/E	55.0	36.8	25.3	18.5
P/B	5.5	5.0	4.4	3.7
EV/EBITDA	45.3	32.5	23.4	17.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032