

中航西飞 (000768)

 证券研究报告
 2021年11月26日

军民双轨驱动，中大型飞机龙头平台进入高景气阶段

● 军民用中大型飞机研发制造龙头平台，整机资产实现重组上市

公司是我国军民用中大型飞机研发制造龙头平台，全称中航西安飞机工业集团股份有限公司，是科研、生产一体化的特大型航空工业企业，是我国中大型军民用飞机的研制生产基地，我国主要的大中型运输机、轰炸机、特种飞机等飞机产品的制造商，是国内市场重要的运输机供应商之一，是新舟系列飞机、C919 客机、ARJ21 飞机、AG600 飞机以及国外民用飞机的重要供应商。

公司于 2020 年进行资产置换，从提供集团内关联交易品单位转型为军用整机设计研发、生产制造、维修服务资源平台，迎来价值重估。上市公司成为西飞集团主体单位，集团采购体系的供应链损耗将恢复，有利于公司实现费用管控，减少关联交易租赁金额，提高盈利水平。公司 2020 年全年实现营收 334.84 亿元，同比增长 4.38%，相较上一年度增速下降 3.6 个百分点，主要系受疫情影响，国际转包业务收入下降所致；归母净利润 7.77 亿元，同比下降 27.65%。剔除非持续性特殊因素影响，公司 2020 年度归属于上市公司股东的净利润较 2019 年度增加 8504 万元，同比增长 12.29%。2021 年前三季度公司实现营收 226.49 亿元，同比增长 2.03%；归母净利润为 6.07 亿元，同比增长 0.22%；扣非归母净利润为 4.17 亿元，同比增长 28.42%。主要系公司调整交付产品结构及生产组织结构，净利润有所增加所致。我们认为，当前公司处于产品结构调整阶段，随着新型号产品的逐步放量，公司盈利能力有望进一步提高。

● 新增产能释放在即，业绩增长拐点可期

中航西飞累计投入 5.3 亿元建设的数字化装备生产线建设项目，预计于 2021 年 10 月 31 日投入使用，同时 2021 年中报披露，有 10 项生产能力建设项目预计于 2021-2023 年间完工达产。我们认为，军机产业计划性较强，“以销定产”特性突出，中航西飞作为主机单位同型号研制进度关联紧密，产能建设启动较早，未来两年有望迎来由新增产能达产牵引的业绩拐点。

在报表端，2021 年公司前三季度预收款与合同负债合计 57.54 亿元，同比大幅增长 379.65%，存货达 239.76 亿元，同比增加 18.44%。我们认为，公司存货及合同负债大幅增长，表明公司产品需求持续提升，公司正处于积极备产备货状态，预计伴随产品交付业绩将实现快速释放。

● 军民双轨驱动，开启大飞机市场高景气阶段

国防开支装备费用稳定增长，战略投送打击能力为建设重点。我国经济总量持续增长，国防费用投入稳步增加。2020 年，国防军费增速 6.7%，规模达到约 1.27 万亿，连续四年突破万亿，相比发达国家 2%~4% 的军费 GDP 占比，中国军费负担相对较轻，为后续军费的增加留下了增长空间。武器装备的更新换代是提高我国军队现代化的重要因素，未来占比有望提升到 40%。未来五年是我军构建战略投送和远程打击能力的关键时期，大型军机市场具备稳定的拓展空间，公司即将开启产能爬坡阶段。

我国民航运输市场需求旺盛，牵引国产民机产业发展。我国在未来将成为民航飞机需求第一大国，需求缺口强力推动国产大飞机发展。预计国内民航飞机 2020-2039 年新增交付量为 8725 架，二十年累计市场空间为 13250 亿美元，按 6.95 人民币/1 美元的汇率进行估算，预计未来 19 年我国民航客机采购价值量约为 9.21 万亿元，平均每年 0.48 万亿。到 2039 年，中国占全球客机机队比例将从现在的 16.19% 增长到 21.71%。公司是国产民用 C919 飞机和 ARJ21 飞机核心供应商，将充分受益于国产民机产业的高景气周期。

盈利预测与投资建议：公司军品业务将受益于我军航空装备升级换代，未来 3-5 年有望持续快速增长；同时随着我国大飞机项目的逐步落地，公司相关民用产品有望进一步放量。因此，我们预计公司在 2021-2023 年的营收增速为 11%/22%/25%，对应的营收分别为 371.68/453.44/566.81 亿元，对应的归母净利润分别为 10.12/13.42/17.55 亿元，EPS 预计为 0.37/0.48/0.63 元，按照 11 月 25 日收盘价 P/E 为 100.41/75.67/57.89x。

风险提示：军品审定价格波动风险；新型号产品批产速度不及预期；C919 取证交付速度不及预期等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,298.25	33,484.28	37,167.55	45,344.42	56,680.52
增长率(%)	2.48	(2.37)	11.00	22.00	25.00
EBITDA(百万元)	1,230.02	2,435.75	2,168.53	2,717.96	3,258.44
净利润(百万元)	568.85	777.38	1,011.63	1,342.47	1,754.61
增长率(%)	1.94	36.66	30.13	32.70	30.70
EPS(元/股)	0.21	0.28	0.37	0.48	0.63
市盈率(P/E)	178.57	130.67	100.41	75.67	57.89
市净率(P/B)	6.14	6.64	6.55	6.15	5.70
市销率(P/S)	2.96	3.03	2.73	2.24	1.79
EV/EBITDA	32.29	36.12	40.93	34.01	24.76

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业 国防军工/航空装备

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 36.69 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 2,768.65

流通 A 股股本(百万股) 2,768.64

A 股总市值(百万元) 101,581.59

流通 A 股市值(百万元) 101,581.41

每股净资产(元) 5.67

资产负债率(%) 76.76

一年内最高/最低(元) 41.78/23.17

作者

李鲁靖 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110519050003
 lilujing@tfzq.com

刘明洋 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110521080001
 liumingyang@tfzq.com

张明磊 联系人
 zhangminglei@tfzq.com

股价走势



内容目录

1. 军民用中大型飞机龙头平台，整机资产实现重组上市	4
1.1. 中大型飞机研发制造龙头平台，独享战略市场空间	4
1.2. 整机资产实现注入，公司迎来价值重估	5
1.2.1. 整机资产实现整体上市，公司成为集团核心平台	5
1.2.2. 聚焦主营业务，营收利润稳定增长	6
1.3. 新增产能释放在即，业绩增长拐点可期	7
1.3.1. 2022-2023 年为公司产能爬坡期	7
1.3.2. 在手订单饱满，存货与合同负债大幅增加	8
2. 军民双轨驱动，开启大飞机市场高景气阶段	8
2.1. 国防开支装备费用稳定增长，战略投送打击能力为建设重点	8
2.2. 我国民航运输市场需求旺盛，牵引国产民机产业发展	10
3. 中航西飞盈利预测与估值	11
4. 风险提示	12
4.1. 暂定价格与审定价格差异导致业绩波动的风险	12
4.2. 新产品型号量产速度不及预期	12
4.3. C919 未能按期交付	12

图表目录

图 1：“运 20” 大型运输机	4
图 2：“轰 6K” 远程轰炸机	4
图 3：公司演化历程	4
图 4：公司股权结构	5
图 5：重组交易情况	6
图 6：2018-2021 年公司营业收入及增速（重组调整后）	6
图 7：2018-2021 年公司归母净利润及增速（重组调整后）	6
图 8：2018-2021 年公司期间费用变化情况（单位：亿元）	7
图 9：2018-2021 年公司利率变化情况	7
图 10：公司重要在建项目情况	8
图 11：2018-2021 年间公司合同负债端变化情况	8
图 12：2018-2021 年间公司存货端变化情况	8
图 13：我国历年国防费用变化	9
图 14：我国国防费用和 GDP 历年增速	9
图 15：各国国防支出占 GDP 比重	9
图 16：2019 年我国国防支出构成	9
图 17：2019 年俄罗斯国防支出构成	9
图 18：中美俄军用大飞机数量对比（单位：架）	10

图 19: 未来二十年民机存量预测 (单位: 架)	10
图 20: ARJ21 飞机历年交付数量 (单位: 架)	11
表 1: 主要参控股公司情况 (单位: 万元)	5
表 2: 我国未来二十年民机采购量预测	11
表 3: 2019-2023 年公司盈利预测	11
表 4: 可比公司 2022 预测 PE (估值截至 2021 年 11 月 25 日收盘)	12

1. 军民用大中型飞机龙头平台，整机资产实现重组上市

1.1. 大中型飞机研发制造龙头平台，独享战略市场空间

公司是我国大中型飞机研发制造龙头平台，全称中航西安飞机工业集团股份有限公司，是科研、生产一体化的特大型航空工业企业，是我国大中型军民用飞机的研制生产基地。公司拥有国内大中型民用飞机、全系列飞机起落架及机轮刹车系统的核心资源，主要承担各种大中型民用飞机、起落架和刹车系统的研发、制造、销售与服务。

图 1：“运 20” 大型运输机



资料来源：人民网，天风证券研究所

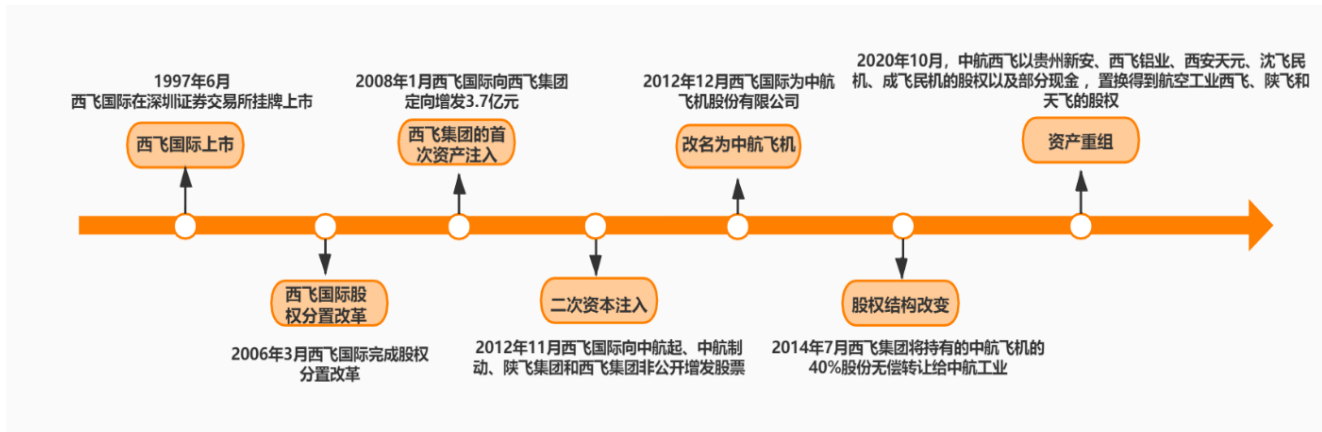
图 2：“轰 6K” 远程轰炸机



资料来源：亚欧时报，天风证券研究所

公司是我国主要的大中型运输机、轰炸机、特种飞机等飞机产品的制造商，是国内市场重要的运输机供应商之一，是新舟系列飞机、C919 客机、ARJ21 飞机、AG600 飞机以及国外民用飞机的重要供应商。

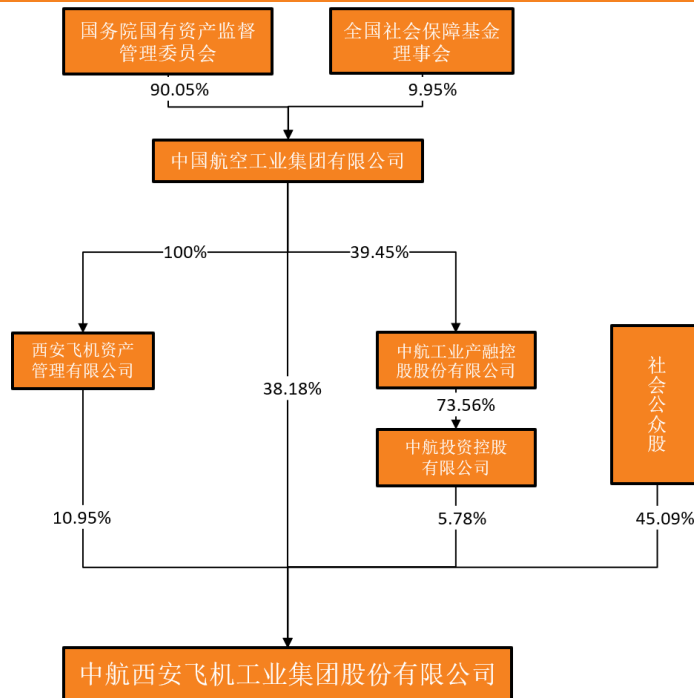
图 3：公司演化历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

历次重组整合终成大中型飞机产业链龙头平台。公司上市初期主要从事单一的飞机零部件设计、试验、生产及铝合金系列产品、电气产品、汽车零部件等民品业务。经历三次重大资产重组后，引入优质航空制造资产，成功打造大型飞机设计、制造完整产业链条，形成了大中型飞机整机和军民航空零部件产品的研发、制造、销售、维修与服务的全产业链业务。

图 4：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所 Ps:数据截至日期 2021.11.26

公司实际控制人及第一大股东为中国航空工业集团有限公司，其中西安飞机资产管理有限公司、中航投资控股有限公司同为中国航空工业集团有限公司的下属公司。国务院国有资产监督管理委员会控制中国航空工业集团有限公司，从而拥有 45.75%的股份，而社会公众股占 45.09%。主要子公司有陕西飞机工业有限责任公司、西安飞机工业（集团）有限责任公司、中航天水飞机工业有限责任公司等。

表 1：主要参控股公司情况（单位：万元）

公司名称	公司类型	主要业务	直接持股比例	注册资本	2020 年营业收入	2020 年净利润
航空工业西飞	子公司	航空产品制造	100%	9360.77	1607494.03	24537.67
航空工业陕飞	子公司	航空产品制造	100%	15919.85	1317835.87	11310.55
航空工业天飞	子公司	航空产品修理	100%	9000.00	27609.28	931.62

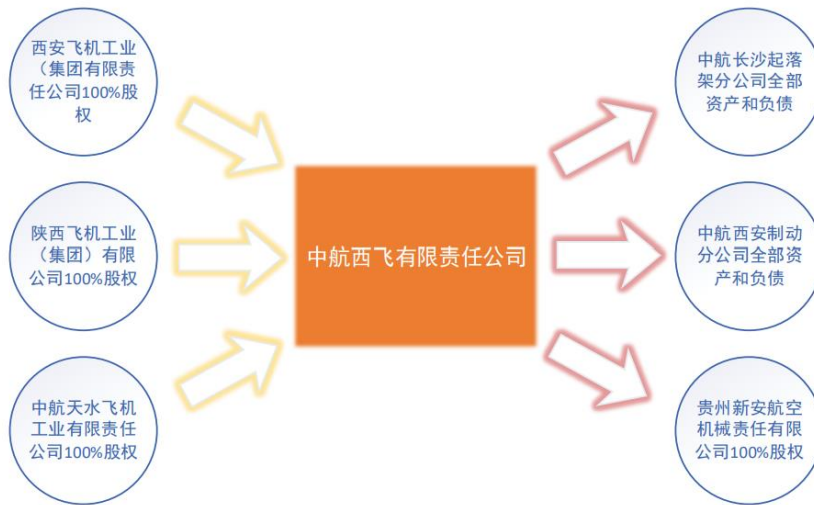
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.2. 整机资产实现注入，公司迎来价值重估

1.2.1. 整机资产实现整体上市，公司成为集团核心平台

整机资产实现整体上市，公司成为集团核心平台。公司于 2020 年 9 月进行资产置换，置入的资产包括：①西安飞机工业（集团）有限责任公司 100%股权、②陕西飞机工业（集团）有限公司 100%股权、③中航天水飞机工业有限责任公司 100%股权。拟置出的资产包括：①中航飞机股份有限公司长沙起落架分公司全部资产和负债、②中航飞机股份有限公司西安制动分公司全部资产及负债、③贵州新安航空机械有限责任公司 100%股权等资产。

图 5：重组交易情况



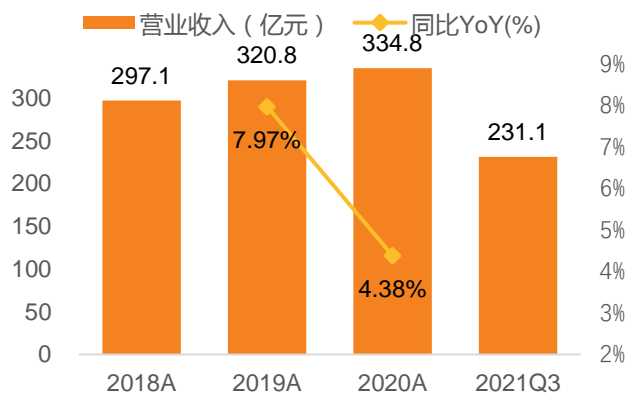
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司从提供集团内关联交易品单位转型为军用整机设计研发、生产制造、维修服务资源平台。上市公司成为西飞集团主体单位，集团采购体系的供应链损耗将恢复，有利于公司实现费用管控，减少关联交易租赁金额，提高盈利水平，进一步有优化公司资产结构，推进型号创新，提升自主可控水平。

1.2.2. 聚焦主营业务，营收利润稳定增长

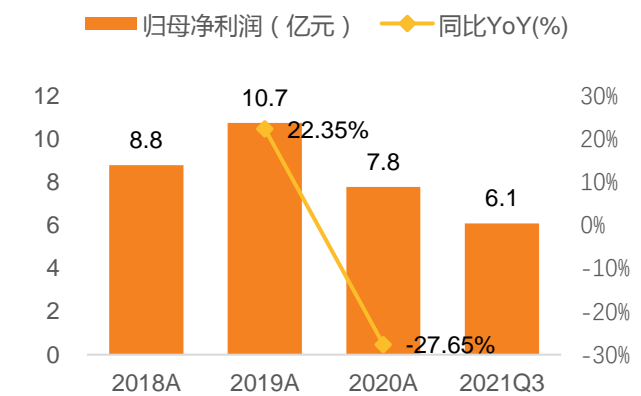
公司 2020 年全年实现营收 334.84 亿元，同比增长 4.38%，相较上一年度增速下降 3.6 个百分点，主要系受疫情影响，国际转包业务收入下降所致；归母净利润 7.77 亿元，同比下降 27.65%。

图 6：2018-2021 年公司营业收入及增速（重组调整后）



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

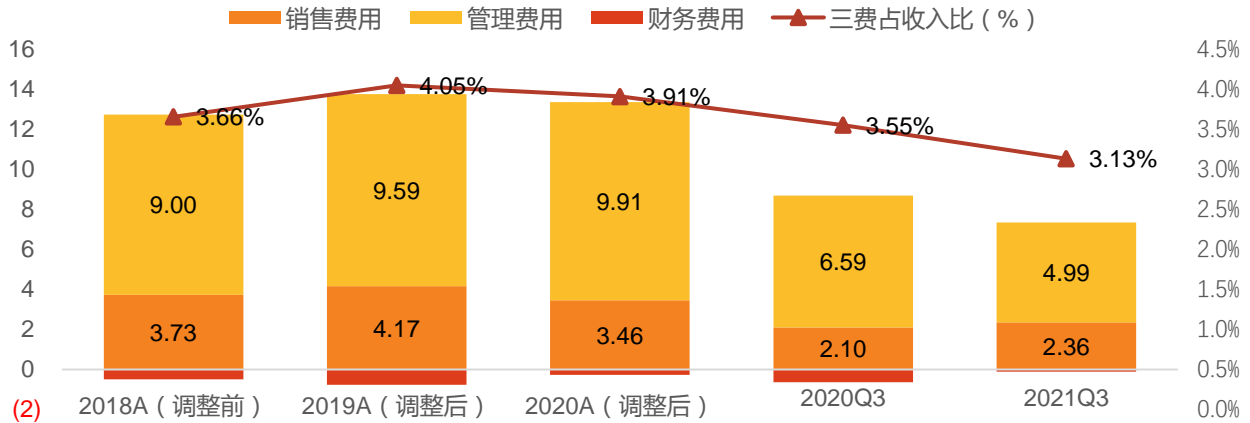
图 7：2018-2021 年公司归母净利润及增速（重组调整后）



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

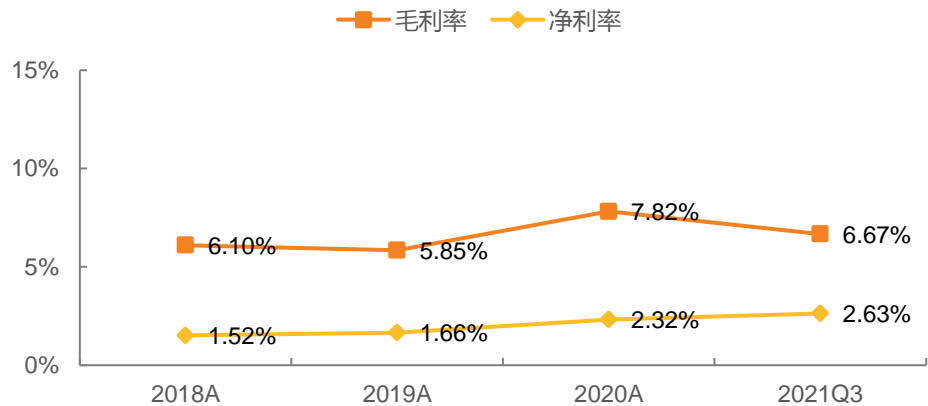
营收增速显著领先净利润增速的主要原因：主要由于 2019 年非持续性业务引起的利润增加 2.35 亿元，其中，置入的西飞在 2019 年发生房产处置和股票处置等非经常性业务产生收益 1.54 亿元；公司对沈飞民机、西飞民机丧失控制权，采用公允价值重估长期投资带来投资收益增加 8047 万元。此外，2020 年非持续性业务引起的利润减少 1.48 亿元，其中，置出的沈飞民机 2020 年亏损增加导致公司净利润减少 5482 万元；置出的贵州新安 2020 年盈利减少导致公司净利润减少 6002 万元；实施重大资产重组过程中将西安制动分公司和长沙起落架分公司资产注入贵州新安产生所得税费用 3300 万元。剔除上述非持续性特殊因素影响，公司 2020 年度归属于上市公司股东的净利润较 2019 年度增加 8504 万元，同比增长 12.29%。

图 8：2018-2021 年公司期间费用变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所 Ps.此处管理费用不包含研发费用

图 9：2018-2021 年公司利率变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

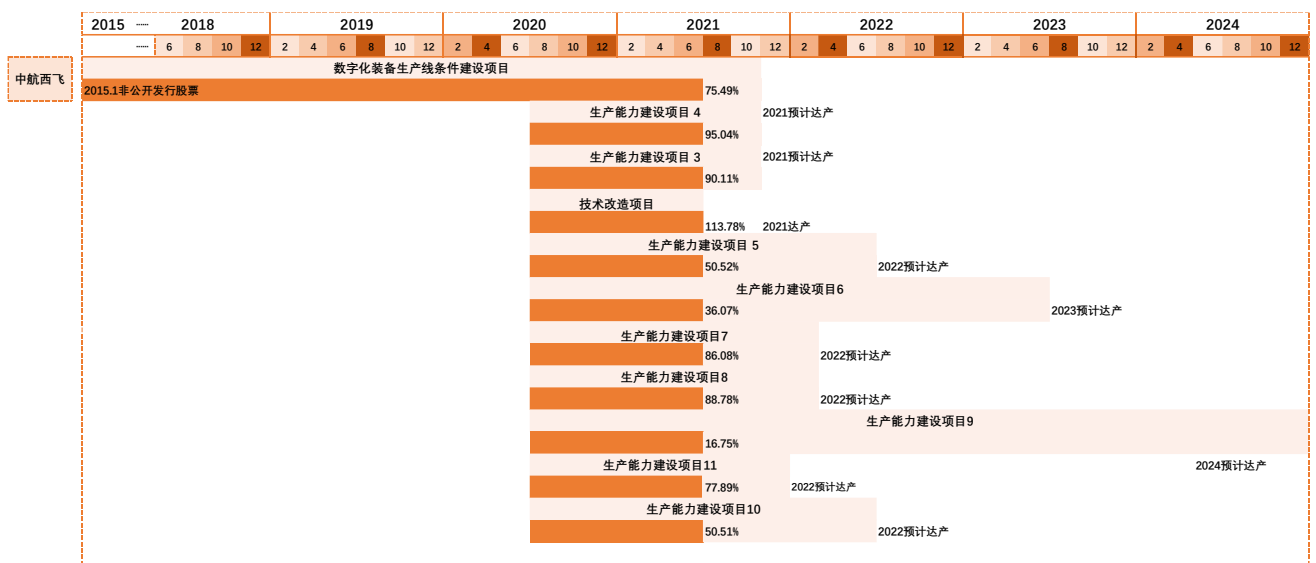
2021 年公司前三季度实现营收 226.49 亿元，同比增加 2.03%；归母净利润为 6.07 亿元，同比增长 0.22%；扣非归母净利润为 4.17 亿元，同比增长 28.42%。我们认为主要系公司调整交付产品结构，净利润有所增加所致。2021 年前三季度公司期间费用率为 3.13%，同比下降 0.42pct，相较于 2019 年下降 0.92pct，我们认为主要系公司不断优化管理结构，运营效率提高所致。受益产品结构调整与管理结构优化，2021 年三季度公司净利率达历史新高 2.63%，我们认为，当前公司处于产品结构调整阶段，随着新型号产品的逐步放量，公司盈利能力有望进一步提高。

1.3. 新增产能释放在即，业绩增长拐点可期

1.3.1. 2022-2023 年为公司产能爬坡期

中航西飞累计投入 5.3 亿元建设的数字化装备生产线建设项目，预计于 2021 年 10 月 31 日投入使用，同时 2021 年中报披露，有 10 项生产能力建设项目预计于 2021-2023 年间完工达产。我们认为，军机产业计划性较强，“以销定产”特性突出，中航西飞作为主机单位同型号研制进度关联紧密，产能建设启动较早，未来两年有望迎来由新增产能达产牵引的业绩拐点。

图 10：公司重要在建项目情况



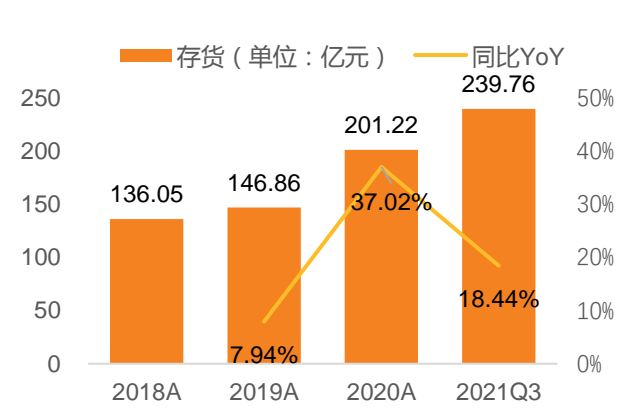
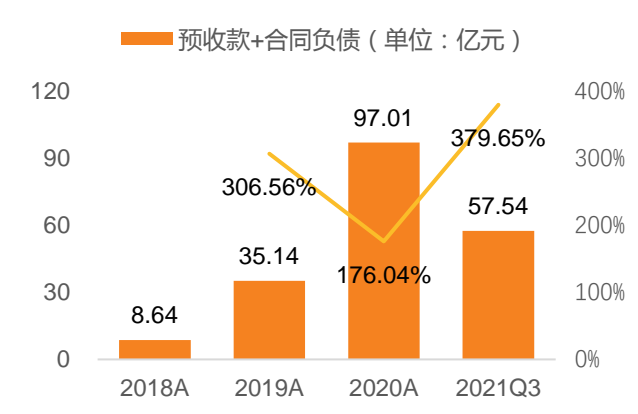
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.2. 在手订单饱满，存货与合同负债大幅增加

合同负债端：2020 年公司预收款项与合同负债合计 97.01 亿元，同比增加 176.04%，2021 年公司前三季度预收款与合同负债合计 57.54 亿元，同比大幅增长 379.65%。**存货端：**2020 年公司存货达 201.22 亿元，同比增加 37.02%，2021 年前三季度公司存货达 239.76 亿元，同比增加 18.44%。**我们认为，公司存货及合同负债大幅增长，表明公司产品需求持续提升，公司正处于积极备产备货状态，预计伴随产品交付业绩将实现快速释放。**

图 11：2018-2021 年间公司合同负债端变化情况

图 12：2018-2021 年间公司存货端变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

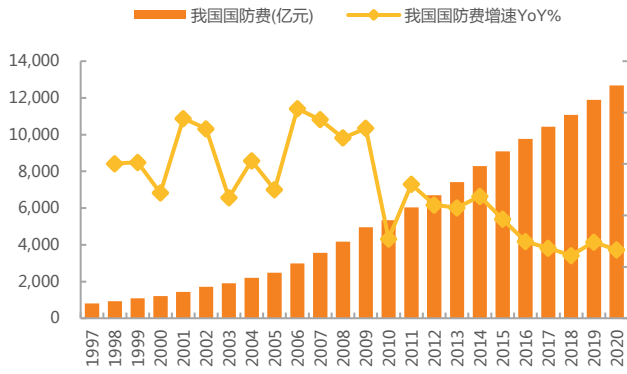
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 军民双轨驱动，开启大飞机市场高景气阶段

2.1. 国防开支装备费用稳定增长，战略投送打击能力为建设重点

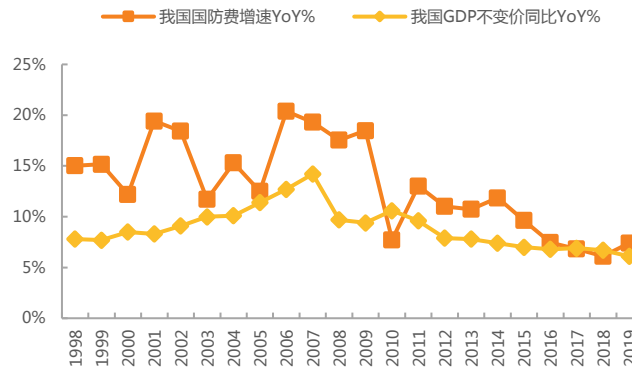
我国经济总量持续增长，国防费用投入稳步增加。2016-2019 年，我国军费占 GDP 比重分别为 1.31%、1.25%、1.20%、1.20%，基本保持稳定。2020 年，国防军费增速 6.7%，规模达到约 1.27 万亿，连续四年突破万亿。但相比发达国家 2%~4% 的军费 GDP 占比，中国军费负担相对较轻，因此为后续军费的增加留下了增长空间。

图 13：我国历年国防费用变化



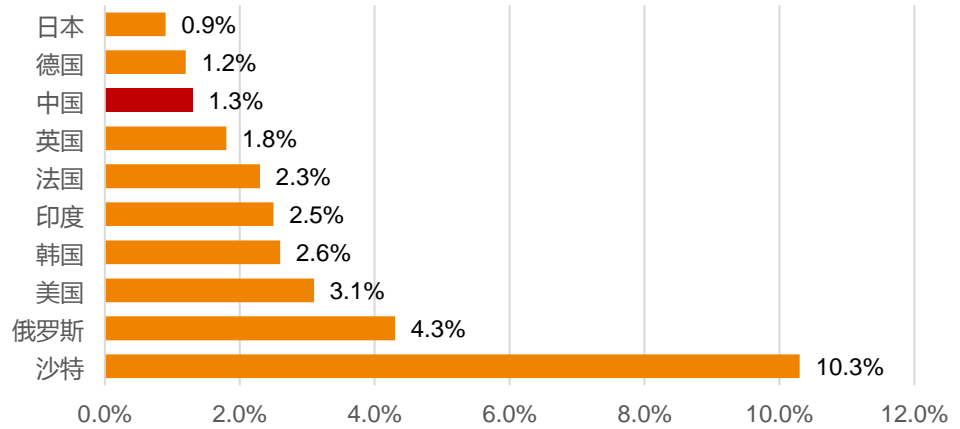
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：我国国防费用和 GDP 历年增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

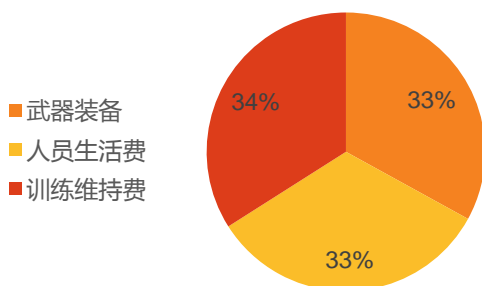
图 15：各国国防支出占 GDP 比重



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

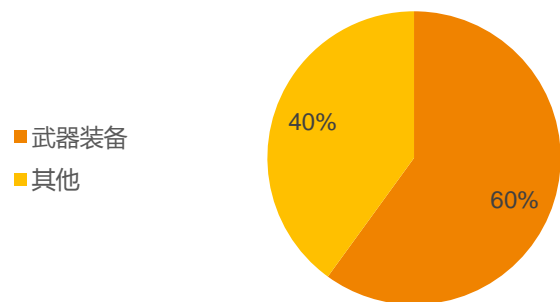
武器装备的更新换代是提高我国军队现代化的重要因素，未来占比有望提升到 40%。我国国防支出主要用于武器装备、人员生活费和训练维持费三部分组成，三部分支出比例基本各占三分之一。对比俄罗斯武装部队的武器装备支出占国防支出的 60%，我国武器装备支出占比仍处于较低水平。因此，我们认为未来武器装备费用增长速度有望高于国防支出总体增速。

图 16：2019 年我国国防支出构成



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

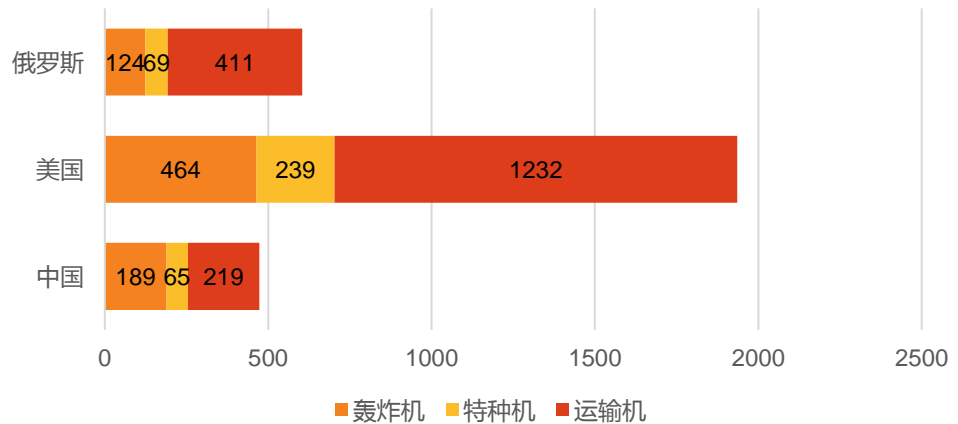
图 17：2019 年俄罗斯国防支出构成



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

我国军用大飞机数量与美国存在较大差距，战略投送和打击能力将成为武器装备建设重点。根据 World Air Forces 2021 统计数据，我国目前轰炸机、运输机、特种飞机在数量上与美国存在有较大差距，美国军用大飞机数量为 1935 架，超过我国四倍以上，我国空军在役运输机以中小型为主，缺乏大型战略运输机。

图 18：中美俄军用大飞机数量对比（单位：架）



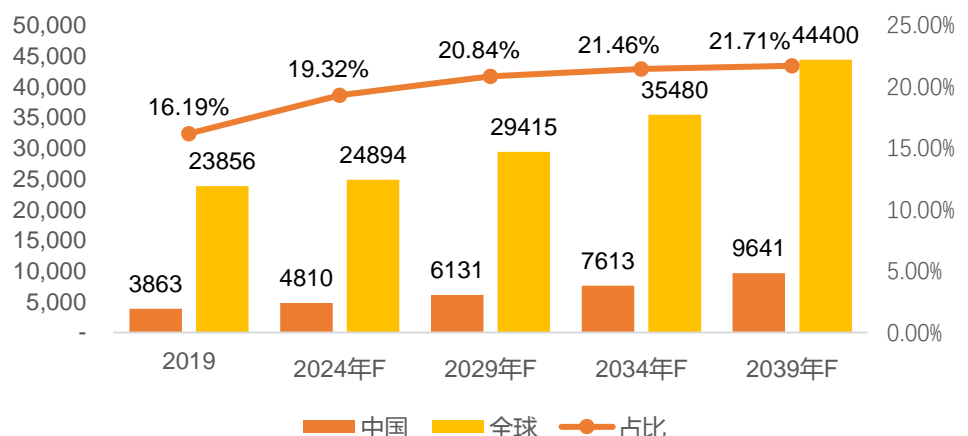
资料来源：World Air Forces 2021，天风证券研究所

我们认为，新服役的运-20 大型运输机是我军急需补充的战略运输机型；轰-6K 是巡航编队中的火力担当，在实战化练兵备战进一步强化的背景下，轰-6k 及以运 8、运 9 为平台发展的特种飞机的需求有望进一步提升，未来五年是我军构建战略投送和远程打击能力的关键时期，大型军机市场具备稳定的拓展空间，公司即将开启产能爬坡阶段。

2.2. 我国民航运输市场需求旺盛，牵引国产民机产业发展

疫情控制领先，我国民航运输业市场较全球优先反弹。2021 年 3 月 16 日民航局表示，力争今年全年运输总规模恢复至疫情前 80%以上，旅客运输量恢复至 90%左右。根据 2020-2039 年《中国商飞公司市场预测年报》(CMF)，预计未来二十年，全球航空旅客周转量年均增长率为 3.73%，我国民航运输业市场将领先全球率先复苏。

图 19：未来二十年民机存量预测（单位：架）



资料来源：《中国商飞公司市场预测年报（2020-2039）》天风证券研究所

我国在未来将成为民航飞机需求第一大国，需求缺口强力推动国产大飞机发展。根据《中国商飞公司市场预测年报（2020-2039）》，预计国内民航飞机 2020-2039 年新增交付量为 8725 架，二十年累计市场空间为 13250 亿美元，按 6.95 人民币/1 美元的汇率进行估算，预计未来 19 年我国民航客机采购价值量约为 9.21 万亿元，平均每年 0.48 万亿。到 2039 年，中国占全球客机机队比例将从现在的 16.19%增长到 21.71%。

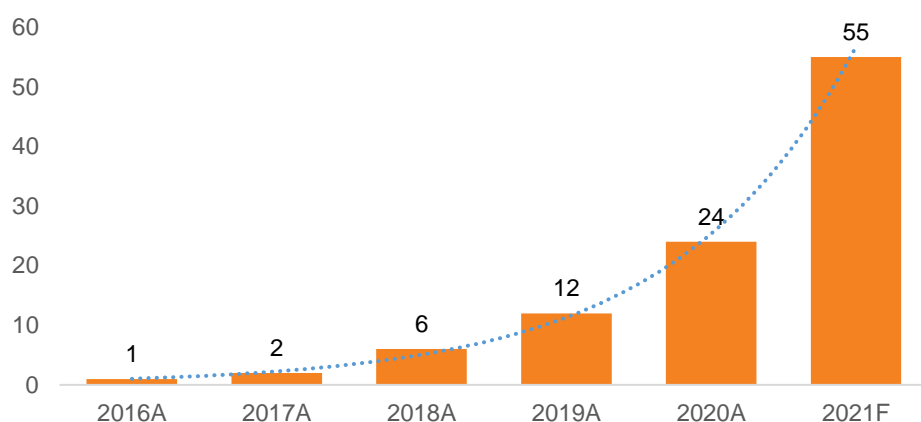
表 2：我国未来二十年民机采购量预测

机型	2020-2039 采购量(架)	2020-2039 预计采购价值量(亿美元)	飞机平均单价(亿美元)
支线飞机	920	450	0.49
单通道飞机	5,937	6,870	1.16
宽体客机	1,868	5,930	3.17
总计	8,725	13,250	1.52

资料来源：《中国商飞公司市场预测年报（2020-2039）》，天风证券研究所

C919 适航取证交付将推进国产民用飞机市场将进入高景气周期。2020 年至 2039 年，我国支线客机预计交付 920 架，约 450 亿美元的市场空间，而作为客机市场最主流赛道的单通道飞机品种，将达到 5937 架，约 6870 亿美元市场空间。C919 型号飞机预计将于 2021 年底获得适航型号合格证并交付商业运营，打开我国民用干线飞机的广阔市场，同时，ARJ21 飞机 2021 年年产量预计较 2020 年翻倍增长，进入产能快速爬坡期。

图 20：ARJ21 飞机历年交付数量（单位：架）



资料来源：World Air Forces 2021，天风证券研究所

公司是国产民用 C919 飞机和 ARJ21 飞机核心供应商，将充分受益于国产民机产业的高景气周期。我们认为，国产民机的发展，将为产业链配套公司带来历史性机遇，公司作为中国商飞的飞机机体结构核心供应商，或将直接获益于此，未来 3-5 年内，公司的民用航空产品业务将迈向一个快速成长阶段。

3. 中航西飞盈利预测与估值

综上所述，我们认为公司军品业务将受益于我军航空装备升级换代，未来 3-5 年有望持续快速增长；同时随着我国大飞机项目的逐步落地，公司相关民用产品有望进一步放量。因此，我们预计公司在 2021-2023 年的营收增速为 11%/22%/25%，对应的营收分别为 371.68/453.44/566.81 亿元，对应的归母净利润分别为 10.12/13.42/17.55 亿元，EPS 预计为 0.37/0.48/0.63 元，按照 11 月 25 日收盘价 P/E 为 100.41/75.67/57.89x。

表 3：2019-2023 年公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,298.25	33,484.28	37,167.55	45,344.42	56,680.52
增长率(%)	2.48	(2.37)	11.00	22.00	25.00
净利润(百万元)	568.85	777.38	1,011.63	1,342.47	1,754.61
增长率(%)	1.94	36.66	30.13	32.70	30.70
EPS (元/股)	0.21	0.28	0.37	0.48	0.63
市盈率 (P/E)	179.30	131.21	100.41	75.67	57.89

资料来源：Wind，天风证券研究所

采用 PS 法可比估值进行目标价预测。公司是中航工业集团旗下运输类主机上市平台，类似对标公司为航发动力、洪都航空、中航沈飞与中直股份。据 Wind 一致预期，四家可比公司 2021 预测 PS 分别为 4.60/3.41/3.94/1.78x，均值为 3.43x。考虑到我国在打造战略空军的背景下，大型运输机等战略空军装备将加速列装，公司产品具备核心卡位优势，我们认为 PS 3.3-3.5x 为公司的合理估值区间，对应目标价格区间 44.29-46.98 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 可比公司 2022 预测 PE (估值截至 2021 年 11 月 25 日收盘)

证券代码	公司简称	主营业务	2021 预测 PS
600893.SH	航发动力	航空发动机整机及其零部件等	4.60
600316.SH	洪都航空	教练机、防务产品等	3.41
600760.SH	中航沈飞	飞机、飞行器零部件等	3.94
600038.SH	中直股份	直升机整机及其零部件等	1.78
		平均值	3.43

资料来源: Wind 一致预期, 天风证券研究所

4. 风险提示

4.1. 暂定价格与审定价格差异导致业绩波动的风险

根据《军品价格管理办法》的规定，国内军品的销售价格由军方审价确定，由于军方对新产品的价格批复周期较长，针对尚未审价确定的产品，交易双方按照合同暂定价格入账，在军方批价后对差额进行调整。因此，公司存在因军品暂定价格与审定价格存在差异导致收入及业绩波动的风险。

4.2. 新产品型号量产速度不及预期

新型号产品实现批产速度可能不及预期。

4.3. C919 未能按期交付

C919 目前处于攻关的关键阶段，距离完整的产品使用还有一定的间隔，可能存在该机型未能按照计划顺利适航取证及批产交付的可能。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,739.28	13,395.06	12,418.54	9,068.88	20,357.00
应收票据及应收账款	12,828.52	3,959.56	7,397.19	5,702.31	10,357.18
预付账款	5,863.43	3,682.12	5,826.58	5,761.44	8,699.97
存货	14,685.74	20,121.98	10,305.86	27,007.55	19,558.17
其他	356.48	1,891.54	784.81	1,045.85	1,243.40
流动资产合计	40,473.46	43,050.25	36,732.98	48,586.03	60,215.71
长期股权投资	2,527.67	1,819.09	1,819.09	1,819.09	1,819.09
固定资产	4,225.46	8,313.89	8,377.45	8,106.42	7,610.15
在建工程	486.52	1,549.54	989.72	683.83	512.30
无形资产	297.83	1,924.88	1,747.54	1,564.45	1,375.60
其他	751.74	1,802.68	1,056.89	1,219.69	1,359.03
非流动资产合计	8,289.22	15,410.07	13,990.69	13,393.49	12,676.18
资产总计	48,762.67	58,460.33	50,723.67	61,979.51	72,891.88
短期借款	778.00	645.76	20.00	415.56	20.00
应付票据及应付账款	25,127.91	24,028.19	23,515.31	34,424.78	37,882.25
其他	4,556.35	13,453.39	9,351.53	7,768.16	13,747.34
流动负债合计	30,462.26	38,127.33	32,886.84	42,608.49	51,649.58
长期借款	1,200.00	379.10	450.00	515.27	450.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	498.15	4,648.04	1,886.05	2,344.08	2,959.39
非流动负债合计	1,698.15	5,027.15	2,336.05	2,859.35	3,409.39
负债合计	32,160.41	43,154.48	35,222.89	45,467.84	55,058.97
少数股东权益	53.22	0.00	3.04	7.08	12.36
股本	2,768.65	2,768.65	2,768.65	2,768.65	2,768.65
资本公积	10,142.84	8,330.27	8,330.27	8,330.27	8,330.27
留存收益	13,452.86	11,960.25	12,729.09	13,735.94	15,051.90
其他	(9,815.31)	(7,753.32)	(8,330.27)	(8,330.27)	(8,330.27)
股东权益合计	16,602.26	15,305.85	15,500.78	16,511.67	17,832.91
负债和股东权益总计	48,762.67	58,460.33	50,723.67	61,979.51	72,891.88

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	569.04	777.18	1,011.63	1,342.47	1,754.61
折旧摊销	457.20	1,212.44	1,123.60	1,260.01	1,376.65
财务费用	55.65	127.49	(159.91)	(131.17)	(189.66)
投资损失	(0.94)	16.31	30.00	20.00	30.00
营运资金变动	(1,446.73)	13,505.13	(848.88)	(5,612.54)	9,444.73
其它	919.25	(12,905.72)	(50.50)	42.84	(2.74)
经营活动现金流	553.47	2,732.82	1,105.94	(3,078.40)	12,413.58
资本支出	161.96	3,131.66	3,211.99	41.97	(95.31)
长期投资	1,956.01	(708.58)	0.00	0.00	0.00
其他	(5,219.27)	(3,179.60)	(3,584.90)	(639.56)	(438.66)
投资活动现金流	(3,101.30)	(756.52)	(372.91)	(597.60)	(533.97)
债权融资	1,978.00	1,804.67	754.95	1,285.74	943.23
股权融资	129.32	(1,535.99)	(417.05)	131.17	189.66
其他	(1,525.70)	(1,733.95)	(2,047.46)	(1,090.57)	(1,724.40)
筹资活动现金流	581.62	(1,465.27)	(1,709.55)	326.35	(591.51)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,966.22)	511.02	(976.53)	(3,349.65)	11,288.11

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	34,298.25	33,484.28	37,167.55	45,344.42	56,680.52
营业成本	32,293.25	30,864.84	34,231.32	41,716.86	52,061.06
营业税金及附加	43.61	95.37	92.92	113.36	141.70
营业费用	418.86	346.31	393.98	480.65	600.81
管理费用	808.28	990.52	1,115.03	1,337.66	1,643.74
研发费用	171.62	214.36	185.84	226.72	283.40
财务费用	(31.79)	(27.15)	(159.91)	(131.17)	(189.66)
资产减值损失	(7.48)	(41.30)	20.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	30.73	11.88	(53.54)	38.80	(8.02)
投资净收益	0.94	(16.31)	(30.00)	(20.00)	(30.00)
其他	(91.96)	63.68	167.09	(37.60)	76.03
营业利润	662.20	982.09	1,204.84	1,589.13	2,071.46
营业外收入	9.79	10.26	10.00	10.00	9.00
营业外支出	8.61	12.42	21.11	15.00	10.00
利润总额	663.38	979.93	1,193.74	1,584.13	2,070.46
所得税	94.34	202.76	179.06	237.62	310.57
净利润	569.04	777.18	1,014.68	1,346.51	1,759.89
少数股东损益	0.19	(0.20)	3.04	4.04	5.28
归属于母公司净利润	568.85	777.38	1,011.63	1,342.47	1,754.61
每股收益(元)	0.21	0.28	0.37	0.48	0.63

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2.48%	-2.37%	11.00%	22.00%	25.00%
营业利润	0.71%	48.31%	22.68%	31.90%	30.35%
归属于母公司净利润	1.94%	36.66%	30.13%	32.70%	30.70%
获利能力					
毛利率	5.85%	7.82%	7.90%	8.00%	8.15%
净利率	1.66%	2.32%	2.72%	2.96%	3.10%
ROE	3.44%	5.08%	6.53%	8.13%	9.85%
ROIC	4.56%	6.94%	50.96%	46.52%	21.75%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	65.95%	73.82%	69.44%	73.36%	75.54%
净负债率	-28.68%	-75.73%	-75.25%	-47.14%	-108.86%
流动比率	1.33	1.13	1.12	1.14	1.17
速动比率	0.85	0.60	0.80	0.51	0.79

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	2.69	3.99	6.55	6.92	7.06
存货周转率	2.42	1.92	2.44	2.43	2.43
总资产周转率	0.71	0.62	0.68	0.80	0.84

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.21	0.28	0.37	0.48	0.63
每股经营现金流	0.20	0.99	0.40	-1.11	4.48
每股净资产	5.98	5.53	5.60	5.96	6.44

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	178.57	130.67	100.41	75.67	57.89
市净率	6.14	6.64	6.55	6.15	5.70
EV/EBITDA	32.29	36.12	40.93	34.01	24.76
EV/EBIT	51.35	71.88	84.93	63.40	42.87

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com