

中航证券研究所
 分析师: 张 超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 王宏涛
 证券执业证书号: S0640520110001
 电话: 010-59562525
 邮箱: wanght@avicsec.com

航天电子 (600879) 2021 年年报点评: 业绩增速复归两位数, “定增+股权激励” 赋能 公司 “十四五” 发展

行业分类: 国防军工

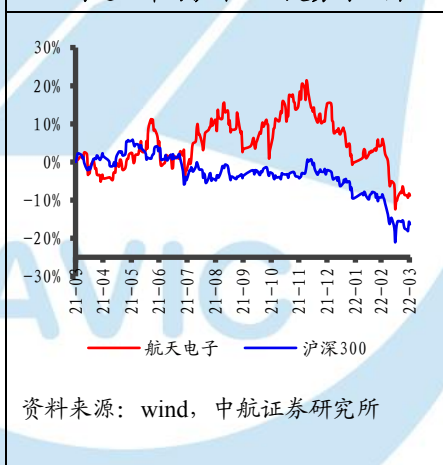
2022 年 4 月 1 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.3.31)	6.51
目标价格	12.60

基础数据 (2022.3.31)

上证指数	3,259.86
总股本 (亿股)	27.19
流通 A 股 (亿股)	27.19
资产负债率 (2021)	58.00%
ROE (2021 摊薄)	4.24%
PE (TTM)	31.56
PB (LF)	1.36

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 3 月 31 日公告, 2021 年公司营收 159.89 亿元(+14.14%)、归母净利润 5.49 亿元(+14.79%)、扣非归母净利润 4.89 亿元(+20.85%)、毛利率 20.07%(+1.08pcts)、净利率(3.72%, -0.06pcts)。另外, 2022 年财务预算方面, 公司收入预算为 170 亿元(+6.32%), 利润总额预算为 7.30 亿元(+14.03%)。

投资要点:

● 公司毛利率创近五年新高, 无人装备系统业务处于快速发展期

2021 年, 公司营业收入 (159.89 亿元, +14.14%) 稳定增长, 增速在 2017 年后再次突破两位数, 主要系公司有序开展生产经营, 航天产品及民用均增加所致。受到毛利率 (22.62%, +2.07pcts) 较高的航天产品收入占比 (73.30%, +1.35pcts) 有所提升, 公司整体毛利率 (20.07%, +1.08pcts) 稳中有升, 创下 2015 年以来的新高。但受到销售费用、销售费用、管理费用、研发费用增长和疫情补贴减少, 公司营业利润率 (3.93%, -0.60pcts) 出现了一定下降。而公司归母净利润 (5.49 亿元, +14.79%) 仍保持稳定增长, 扣非归母净利润 (4.89 亿元, +20.85%) 快速增长, 我们认为主要系公司各子公司所得税退税及研发费用加计扣除政策变化影响下, 所得税费用 (0.46 亿元, -59.26%) 出现了明显下降所致。

具体来看, 公司业务可以分为**航天产品以及民用产品两大类**。2021 年, 公司业务情况有如下特点:

① 航天产品方面, 公司收入 (117.20 亿元, +16.28%) 增速在 2019-2020 年 10% 左右的增速基础上出现了明显提升。受益于公司加强技术创新、精细化管理等措施, 毛利率 (22.62%, +2.07pcts) 也恢复至 2019 年疫情前的 22% 以上, 体现出了**报告期内公司航天产品业务整体收入增长稳健, 盈利能力有所恢复**。

从公司具体几个传统航天产品业务子公司业绩来看, 从事航天测控、传感器与卫星导航相关业务的子公司航天长征收入 (24.40 亿元, +10.03%) 稳定增长, 但净利率 (5.54%, -2.96pcts) 下滑明显; 公司从事导弹武器和运载火箭控制系统、测试发射控制系统和平台惯性器件的专用设备制造子公司航天光华的收入 (14.51 亿元, +25.71%) 快速增长, 净利率 (4.45%, +1.30pcts) 显著提升, 我们认为是**我国火箭等航天装备近年来需求旺盛, 订单充足的体现**。

公司无人装备系统业务方面的子公司中, 无人机子公司航天飞鸿收入 (7.80 亿元, -10.99%) 略有下降, 但净利率 (7.41%, +1.02pcts)

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

有所提升，我们认为可能与公司无人机型号产品结构与收入确认节奏有所变化所致，而精确制导装备子公司飞腾装备的收入（2.24 亿元，+101.50%）及净利率（5.30%，+0.57pcts）均有显著提升，整体来看，公司“机”“弹”两个子公司合计收入（10.04 亿元，+1.68%）略有增长，净利润合计（0.70 亿元，+13.69%）实现了快速增长，净利率（6.94%）也远大于公司整体的净利率（3.72%）。值得注意的是，2021 年，航天飞鸿与飞腾装备的研发费用率分别高达 8.45%与 11.19%，结合公司在 2021 年的珠海航展上首次向社会发布“飞鸿”无人机品牌、同时无人机与精确制导装备之间具有较强的协同性，我们判断，公司的无人装备系统业务仍然处于高研发投入的快速成长期。

② 民用产品方面，公司收入（41.12 亿元，+10.16%）实现稳定增长，但仍未恢复至疫情前水平（2019 年收入 45.06 亿元），毛利率（11.32%，-0.51pcts）略有下降，主要系原材料价格上涨、人工成本上升等因素影响所致。

综上，我们认为，2021 年，航天产品整体收入增长稳健，盈利能力有所恢复，民品业务收入实现了恢复性增长。而在近年来航天产业整体高景气发展的背景下，各航天装备产业下游的需求有望维持在较高水平，公司传统航天产业业绩也将维持稳定增长态势，而公司无人系统装备业务正处于快速发展阶段，伴随“十四五”未来几年无人装备系统业务的快速放量，规模效应有望带来利润的持续快速增长，无人装备系统业务将逐步成为公司航天产品收入与业绩增速的核心驱动力之一。

● 研发费用率再创近年新高，两金占比依旧较高值得重点关注

费用方面，报告期内，在公司收入稳定增长背景下，公司三费费用率（10.94%，+0.81pcts）有所增长，其中，公司销售费用率（1.98%，+0.26pcts）与管理费用率（7.40%，+0.37pcts）受到人工费用增加影响，有所提升；财务费用率（1.56%，+0.18pcts）也略有增长，主要系本期短期借款增加相应的借款利息增加以及因新租赁准则的执行本期租赁负债确认的财务费用增加所致。同时，由于公司加大了研发投入，费用化研发支出增加，研发费用率（4.49%，+0.41pcts）也延续了近两年的增长，再创近年新高。

现金流方面，报告期内，公司现金及现金等价物净增加额（-8.67 亿元，-429.28%）显著下降。其中，经营活动产生的现金流量净额（2.39 亿元，-50.26%）大幅下降，主要系本期支付的各项人工费用及缴纳的各项税费增加；筹资活动现金流净额（-5.75 亿元，-342.83%）显著下降，主要系本期偿还的短期借款、超短融资券增加以及根据新租赁准则调整支付租金现金流量表列报项目所致。

其他财务数据方面，报告期末，公司存货与应收账款（两金）的占总资产比例（59.99%，-0.79pcts）略有下降，但依旧维持在高位，而较高的两金占比也是公司资产减值损失与信用减值损失合计达到 1.14 亿元（+67.67%）的重要原因，我们认为，两金占比较高目前仍对公司的净利润造成较大影响，建议重点关注。另外，公司的合同负债（25.32 亿元，+42.17%）增长明显，2022 年预计关联交易金额也依旧维持在 45.00 亿元，反映出公司当前订单依旧饱满，航天产业下游的高景气度没有发生改变。

● 公司拟定增投向多个航天航空产业化项目

公司是航天科技集团旗下从事航天电子专业产品研发与生产销售的高科技上市公司，主要业务为航天电子、无人系统及高端智能装备、电线电缆产品的研发、生产与销售。

2021 年 12 月 11 日，公司发布公告，拟通过非公开发行募集资金不超过 41.36 亿元，用于智能无人系统装备产业化、智能电子及卫星通信产品产业化、惯性导航系统装备产业化以及补充流动资金。目前，公司非公开发行股票已经公司董事会审议通过，为加快部分项目建设，公司拟将以自有资金对部分项目进行先期投入，这也反映出“十四五”期间，航天产业下游需求面临快速增长，公司对部分业务产业化及扩产的需求迫切。公司详细募集资金投向及具体项目建设情况如下表所示。

图表 1 公司拟通过非公开发行募集资金投向项目情况

项目名称		投资金额 (亿元)	定增募集 (亿元)	项目 建设期	建设内容	内部 收益率	投资回收期 (年)
智能无人系统装备产业化	延庆无人机装备产业基地一期建设项目	6.89	4.00	36个月	围绕“智能无人巡飞系统”、“高速空中协同应用系统”、“无人反制系统”三个方向开展关键技术研究，同步开展无人装备产业延庆基地建设	18.73%	8.23
	无人系统配套装备产业化项目	2.00	2.00	30个月	本项目旨在打造无人装备航电设备、无人机发动机等关键零部件的核心技术，突破部分关键零部件技术瓶颈；具体包括扩建无人装备电子产品电装生产线、扩建无人机发动机装试生产线、扩建数字化生产管理系统	16.56%	8.11
	智能无人水下航行器产业化	1.35	1.35	24个月	通过本项目建设，开展多物理场耦合仿真技术、高动态特性和高功率密度电机驱动技术、工业自动化等的研究，提升公司在水下航行器领域的研发设计能力。新建数字化电装生产线、电缆网自动化生产线、智能试验生产线、总成总测生产线等 4 条生产线及数字化制造运营平台，实现对数字化生产线的全方位统一管理	16.60%	7.23
	机场无人智能协同保障系统项目	1.15	1.00	18个月	通过本项目建设，新增 AI 计算子系统、AI 算力服务平台、AI 集群网络及安全子系统工艺设备，并进行科研实验环境改造，搭建人工智能及装备仿真计算平台及研发测试环境，开展关键技术攻关和产品研制，形成体系化系统解决方案	15.78%	7.17
智能电子及卫星通信产品产业化	智能综合电子信息系统产业化项目	10.00	10.00	36个月	围绕智能雷达、信息处理、信息传输、卫星导航为代表的智能综合电子信息系统产业发展方向，进行关键技术攻关和核心能力建设，提升核心技术攻关能力、新产品开发能力和批生产能力	17.55%	8.33
	新一代卫星通信载荷及终端产品产业化项目	3.00	3.00	24个月	围绕卫星有效通信载荷、终端及关键组件产业，突破载荷多波束通信、物联网通信、抗干扰通信、载荷数据采集控制组件研制等关键技术的攻关，补充相关产业生产线自动化设备，实现产品的升级换代，提升生产能力	21.00%	6.43
惯性导航系统装备产业化	适应桥梁加速度计和精密电磁组件产业化项目	2.86	2.86	24个月	本项目定位为全面掌握石英振荡加速度计关键技术和制造工艺，突破精密电磁组件产品研制关键技术；具体包括新建一条石英振荡加速度计产品生产线，建成一条精密电磁组件生产线	17.83%	7.34
	宇航用集成电路关键封装部件及超精密装备批生产建设项目	2.85	2.85	24个月	本项目旨在建设精密批生产、研制制快速反应、金属管壳批生产能力，补齐航天系统内部电子集成封装产业链并适当补充精密及超精密加工能力，建成航天高端军用、宇航星用级别金属管壳产业基地，形成超精密加工优势明显、批生产能力强、研制响应快的精加体系能力	23.52%	6.10
	新型智能惯导系统研发与产业化能力建设	2.00	2.00	36个月	本项目定位为攻克制约新型惯导产品高精度、高可靠、一体化、型谱化等方面的关键技术，补充建设产品批量生产必须的工艺设备；具体包括补充建设柔性加工制造生产线、自动装配测试生产线、试验检测生产线	27.54%	5.90
	先进激光陀螺产品研发及产业化批产项目	1.85	1.85	24个月	补充激光陀螺激光、机加、合光、测试等环节生产能力，同时提升现有生产线数字化水平；开展高精度机载双轴惯导等新型激光惯导技术的研发工作，进一步提升导航精度及性能，拓宽机载应用市场；开展小型化三轴一体激光陀螺等陀螺产品性能提升和新型产品研发工作，完善高、中、低各等级产品覆盖面，提升公司竞争力和市场占有率	17.87%	7.44
	先进光纤惯性级光电信息产品研制能力建设	1.46	1.46	24个月	本项目开展光纤惯性产品装配、标定测试等条件建设，对现有能力进行提升；同时开展高性能机载光纤惯导系统、光纤惯性产品自动化工艺制造技术等技术和产品研发，提升技术水平	14.35%	8.27
	补充流动资金	9.00	9.00		---		
合计		44.40	41.36		---		

资料来源：上市公司公告，中航证券研究所整理

可以看出，公司定增投向的多个项目与公司无人系统装备及高端智能装备、航天电子产品两大业务密切相关。具体业务情况及我们的观点如下：

① 无人系统装备及高端智能装备产品

公司无人系统及高端智能装备产品业务主要包括无人机系统、精确制导产品系统、智能感知、特种电机和其他无人和高端智能装备等系统级产品和服务，主要应用于国防装备、物流运输、智慧生产、安防等国防和国民经济领域。

公司在无人系统及高端智能装备领域具有深厚的技术储备和资质条件，航天科技集团智能无人系统总体技术研发中心获航天科技集团批复并进入试运行阶段。无人系统具有相关主管部门核发的无人机研制生产资质，是全军无人机型号项目研制总体单位及无人机系统集中采购合格供应商名录单位；“飞腾”系列精确制导产品是航天科技集团唯一总体单位，该产品具有小型化、高精度、复合模式、低成本、智能化、模块化、系列化的明显优势并具备一定的国际知名度；高端智能装备领域依托公司先进传感器、信息通信等专业优势，在相关领域的定制化支持和服务、系统解决方案方面具有较强的竞争力。

公司募集 8.35 亿元投向的智能无人系统装备产业化项目，主要涉及到无人机、无人机航电系统及动力系统、无人水下航行器以及无人智能保障系统等等，我们认为，在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中，我国明确提出了要加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。而无人机与精确制导装备作为当代信息化战争中不可缺少的现代化武器装备，在十四五期间国内的需求有望保持高速增长。在近年来的亚阿冲突、美伊冲突和俄乌冲突中，无人机与精确制导武器结合的作战效果多次得到了验证，在 2021 年 9 月的珠海航展上，包括无人机、无人车、无人船在内的一批无

人装备集中亮相，也印证了未来全球军贸市场中无人系统装备的贸易热度将得到进一步提升。

总体来看，公司无人系统装备及高端智能装备所处产业市场需求充足，技术积淀深厚。本次定增投向的智能无人系统装备产业化项目，将有助于公司无人系统装备及高端智能装备产能进一步得到提升，产业链横向和纵向覆盖范围进一步得到拓展，结合公司在相关分系统配套上的传统优势，我们判断，公司无人系统装备产品有望保持在“十四五”期间保持快速发展态势，参考公司项目建设周期，在“十四五”中后期，公司无人装备系统收入将进一步迎来高速成长期，构成公司重要的收入增长点和利润贡献点，同时也将与公司传统航天电子产品的业务产生协同发展效果。

② 航天电子产品业务

公司航天产品业务为航天电子产品的研发、设计、制造、销售，主要包括军民用测控通信系统、遥感信息系统、卫星应用等系统级产品；军民用惯性导航产品、卫星导航产品、遥测遥控设备、精确制导与电子对抗设备、计算机技术及软硬件等专业设备；军民用集成电路、传感器、继电器、电连接器、微波器件、精密机电产品等器件产品，产品主要应用于运载火箭、飞船、卫星等航天领域。

从公司拟募集资金 13.00 亿元投向的智能电子及卫星通信产业化项目来看，公司业务将进一步向军工信息化与航天电子产业交叉的综合电子信息系统领域拓展。我们认为，在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中，我国提出要提高数字政府建设水平以及加快国防和军队现代化背景，均将拉动我国对电子信息系统以及卫星通信市场的需求。整体来看，该项目相关子公司航天长征以及上海航天已经具有一定规模（2021 年收入合计 35 亿元左右），从本次定增项目建设期来看，“十四五”中后期，公司该业务有望迎来快速发展。

而公司募投项目中的惯导系统装备产业化，主要为公司传统航天电子产品中的惯导器件及系统集成，可以看出，公司惯导系统装备产业化聚焦于产品品类、技术以及产能的提升。同时，公司惯导系统装备业务也与无人系统装备业务存在着协同关系。我们认为，公司航天电子产品业务所处的市场与我国航天重大工程以及商业航天的发展关联密切，而航天测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航等航天电子产品业务是公司传统的优势专业，竞争实力较强。当前，“十四五”期间我国众多航天重大工程即将开展，各类航天装备需求有望迎来快速增长，在以上背景下，作为航天军工央企“国家队”中的核心配套企业，公司以上航天电子产品业务收入将保持稳定增长，而本次定增带来的无人系统装备的产能提升，也将进一步拉动“十四五”中后期以惯导为代表的航天电子产品业务收入增速。

● 继无人机业务子公司航天飞鸿实施股权激励后，航天物联网公司与飞腾装备实施股权激励计划

2020 年 12 月 31 日，公司曾公告对无人机系统业务子公司航天飞鸿开展股权激励。2021 年，公司持续推进“双百行动”改革，飞腾装备、航天物联网公司实施了核心员工股权激励，飞腾装备实施了原股东及战略投资者的增资，加快了所属公司混合所有制改革步伐。

总体来看，公司航天物联网公司和飞腾装备本次股权激励的开展将有望进一步调动公司无人系统与高端智能装备技术产业人才队伍的积极性，释放企业活力，推动产业快速发展，促进公司中长期战略目标的实现。而公司作为航天科技集团所属被纳入“双百行动”的企业之一，2022 年为国企三年改革行动最后一年，未来公司也有望开展更多的国企改革举措，或将促使公司发展质量得到进一步提高，盈利能力得到进一步改善。

投资建议

我们认为，作为航天科技集团旗下从事航天电子专业产品研发与生产销售的高科技上市公司，公司在我国航天装备配套领域中具有较强的技术竞争力，具体观点如下：

① 2021 年公司军品业务营收接近 120 亿元，在军工配套企业中位居前列，毛利率创近五年新高。

② 在 A 股无人机公司中，公司无人机业务体量较大且处于迅速发展阶段，航天九院（航天九院经营性资产已基本注入公司）也是航天科技集团公司无人作战体系的牵头抓总单位。未来伴随公司无人机业务的快速放量，规模效应有望带来利润的快速增长，同时，公司对无人机业务平台航天飞鸿公司实施股权激励并增资，也有助于激发公司无人机业务创新活力；

③ 公司精确制导产品业务在 A 股军工上市公司中具有一定的稀缺性，在全球精确制导武器军贸热度有望提升的背景下，该业务或将成为公司未来航天产品业务新的收入增长点，同时，飞腾装备也实施了核心员工股权激励，以及原股东及战略投资者的增资，将更有助于激发创新活力并提升发展速度；

④ 公司拟通过定增投向多个航空航天产业化项目，从军工产品以销定产的特点以及公司募投项目建设周期来看，“十四五”中后期公司产能有望快速提升，公司业绩也有望迎来一个新的快速增长期；

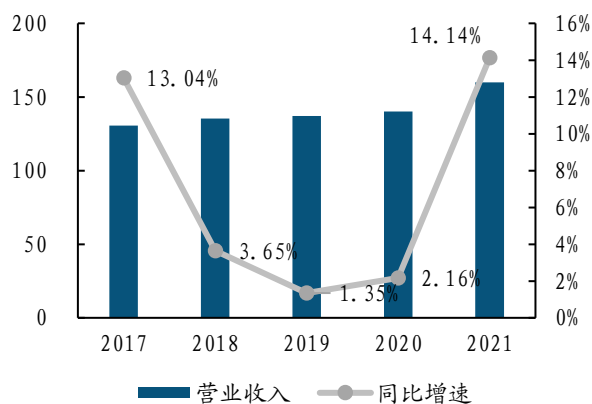
⑤ 公司是航天科技集团所属被纳入“双百行动”的企业之一，在无人机业务子公司航天飞鸿、精确制导武器业务子公司飞腾装备以及物联网公司相继实施股权激励，未来也有望开展更多的国企改革举措，进一步激发公司各业务平台创新活力，并促使公司发展质量得到进一步提高，盈利能力得到进一步改善。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 176.56 亿元、205.88 亿元和 253.33 亿元，归母净利润分别为 6.35 亿元、7.46 亿元、9.20 亿元，我们给予“买入”评级，目标价格 12.60 元，对应 2022-2024 年的 PE 为 54 倍、43 倍、35 倍。

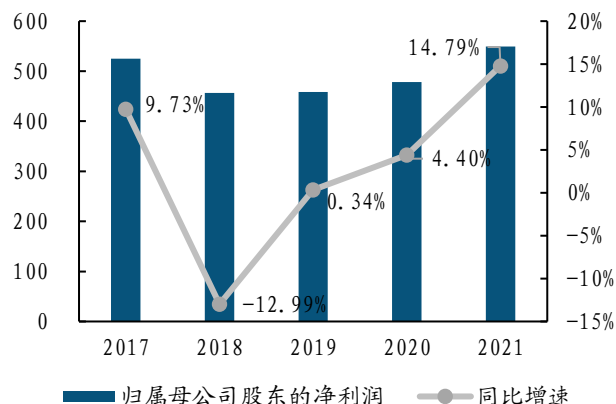
- 风险提示：航天发射任务存在风险；公司无人系统业务拓展不及预期。
- 盈利预测：

单位: 亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	140.09	159.89	176.56	205.88	253.33
增长率 (%)	2.16	14.14	10.42	16.61	23.04
归属母公司股东净利润	4.78	5.49	6.35	7.46	9.20
增长率 (%)	4.40	14.79	15.56	17.55	23.27
每股收益 (EPS)	0.18	0.20	0.23	0.27	0.34

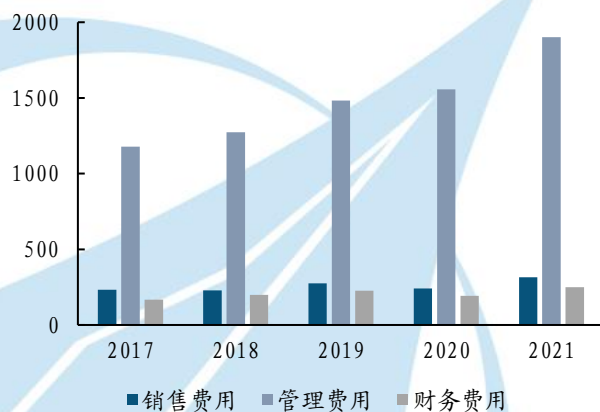
数据来源：WIND，中航证券研究所（注：暂未考虑公司定增后的股权摊薄）

◆ 2017-2021 年公司年报主要财务数据
图 1：公司年报营业收入及增速（单位：亿元；%）


资料来源：WIND，中航证券研究所

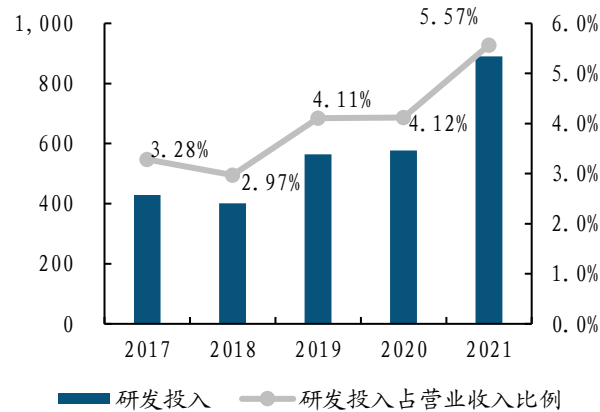
图 2：公司年报归母净利润及增速（单位：亿元；%）


资料来源：WIND，中航证券研究所

图 3：公司年报三费情况（单位：百万元）


资料来源：WIND，中航证券研究所

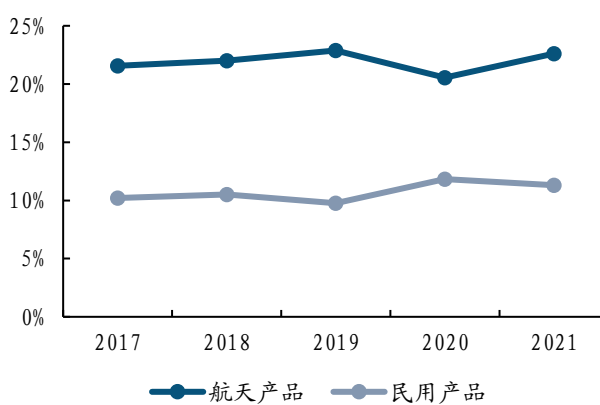
注：表中管理费用包含研发费用

图 4：公司年报三费情况（单位：百万元）


资料来源：WIND，中航证券研究所

图 5：公司主营业务收入情况（单位：亿元）


资料来源：WIND，中航证券研究所

图 6：公司主营业务毛利率情况（单位：%）


资料来源：WIND，中航证券研究所

报表预测				
利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15989.21	17655.86	20588.46	25333.05
减：营业成本	12780.23	14155.88	16426.32	20001.01
营业税金及附加	56.13	54.73	70.00	96.27
销售费用	315.97	351.35	385.00	455.99
管理费用	1483.43	2178.73	2552.97	3293.30
财务费用	249.85	234.48	336.42	453.36
资产减值损失	-56.77	-55.00	-50.00	-50.00
加：投资收益	20.14	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	629.11	745.69	877.75	1093.12
加：其他非经营损益	10.95	9.27	9.47	9.65
利润总额	640.05	754.95	887.22	1102.77
减：所得税	45.78	60.40	75.41	99.25
净利润	594.27	694.56	811.81	1003.52
减：少数股东损益	45.07	59.89	65.78	83.92
归属母公司股东净利润	549.20	634.67	746.02	919.59
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2203.84	3178.06	3705.92	4559.95
应收和预付款项	9707.27	10308.33	12035.47	14608.72
存货	14011.84	15114.13	17701.26	21492.90
其他流动资产	1245.25	866.48	1169.27	1373.56
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5045.56	5169.63	5222.58	5215.71
无形资产和开发支出	922.47	902.63	882.79	862.96
其他非流动资产	469.47	460.01	450.00	438.75
资产总计	33605.70	35999.25	41167.30	48552.54
短期借款	4375.00	5741.75	8688.26	10901.38
应付和预收款项	8927.15	9982.41	11474.44	14072.68
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00
其他负债	6087.99	5230.50	5148.19	6718.56
负债合计	19490.14	21054.66	25410.89	31792.62
股本	2719.27	2719.27	2719.27	2719.27
资本公积	4795.53	4795.53	4795.53	4795.53
留存收益	5568.01	6202.67	6948.70	7868.29
归属母公司股东权益	13258.32	14027.47	14773.49	15693.09
少数股东权益	857.24	917.13	982.91	1066.83
股东权益合计	14115.55	14944.60	15756.40	16759.92
负债和股东权益合计	33605.70	35999.25	41167.30	48552.54
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	239.12	433.54	-1468.33	-302.20
投资活动现金流净额	-531.52	-592.51	-592.68	-592.13
筹资活动现金流净额	-574.61	1133.19	2588.88	1748.35
现金流量净额	-867.19	974.22	527.87	854.02

数据来源：WIND，中航证券研究所（注：暂未考虑公司定增后的股权摊薄）

注：表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

王宏涛，SAC 执业证书号：S0640520110001，航天二院博士，中航证券研究所军工行业分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。