

投资评级 优于大市 首次覆盖

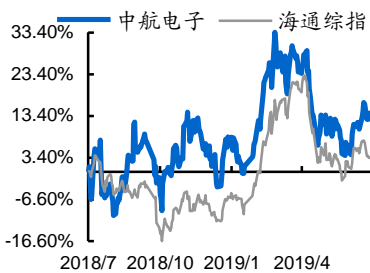
航空工业航电板块平台,内生外延前景广阔

股票数据

07月15日收盘价(元)	15.50
52周股价波动(元)	11.90-18.76
总股本/流通A股(百万股)	1759/1759
总市值/流通市值(百万元)	26534/26534

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.9	-1.1	-9.7
相对涨幅(%)	2.7	-3.2	-5.2

资料来源:海通证券研究所

分析师:张恒晖

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

联系人:张宇轩

Tel:(021)23154172

Email:zyx11631@htsec.com

投资要点:

- 多次资本运作打造航空工业集团航电板块上市平台。**公司隶属航空工业集团,前身为昌河汽车,后经过三次资本运作打造为集团航空电子板块的上市平台。目前公司主营业务是航空电子系统产品,拥有较为完整的航空电子产业链,产品谱系全面,应用领域广泛,具有较高的行业美誉度。公司总部对航空产业采取运营管控,对非航空产业采取战略管控和财务管控,各子公司负责具体科研生产经营。过去五年公司营业收入稳定提升,其中航空业务贡献了公司近八成的营收及毛利,同时公司整体毛利率维持在30%左右。
- 机载公司发展步入新阶段,看好公司未来内生增长提速潜力。**2018年机载公司成立,并被纳入国企改革“双百企业”名单。我们认为,随着机载公司成立,公司发展步入新阶段。过去五年,公司营收逐年上升,经营状况稳定;但净利润水平基本保持不增长态势。具体从子公司业绩贡献拆分来看,主要系受到宝成与凯天的拖累:宝成仪表过去三年分别亏损0.94/0.31/1.21亿元,凯天电子近三年净利润CAGR为-30.16%。若剔除这两家子公司的影响,过去5/4/3年公司利润CAGR分别为3.63%/4.65%/8.57%,呈现逐年提速的迹象。我们认为,如果未来公司能够加强对亏损/业绩下滑较大的子公司的管控,促进其业绩改善,公司整体内生业绩存在提速增长的潜力。
- 航空工业历来重视资本与产融结合,公司体外存托管资产。**公司实际控制人航空工业集团历来重视资本市场对企业发展的助推作用,近年来利用上市公司的平台完成了20多项专业化重组整合,向上市公司注入资产超过700亿元,并通过资本市场直接融资超过600亿元。此外航空工业集团2018年成为国有资本投资公司试点单位之一。2014年航空工业将其持有的航空电子系统公司100%股权委托给公司管理。2018年随着机载公司成立,对委托公司管理的公司范围及相关托管事宜进行调整:公司终止托管航空工业全资持有的中航航空电子系统有限责任公司,新增14家托管单位。我们认为,公司作为航空工业航空电子板块的上市平台,体外存有托管资产,看好其在在军工资产证券化的背景下有所受益。
- 启动回购彰显信心,管理层增持看好未来发展。**2019年1月4日,公司发布《关于回购公司股份的预案》,拟以人民币1.5(含)-3.0亿元(含)的自有资金及自筹资金进行回购,回购的股份将用于员工持股计划或股权激励计划、转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。2019年6月,公司董事、高级管理人员相继以自有资金通过上海证券交易所交易系统买入公司A股股票。我们认为回购与增持事项体现了控股股东、管理层对公司业务增长的持续看好,对公司内在价值及长期投资价值的认可。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7023.11	7643.43	8466.87	9531.01	10902.96
(+/-)YoY(%)	0.93%	8.83%	10.77%	12.57%	14.39%
净利润(百万元)	542.44	479.33	532.90	602.87	691.20
(+/-)YoY(%)	17.82%	-11.63%	11.18%	13.13%	14.65%
全面摊薄EPS(元)	0.31	0.27	0.30	0.34	0.39
毛利率(%)	32.26%	29.68%	29.88%	29.81%	29.75%
净资产收益率(%)	7.64%	6.34%	6.44%	7.29%	7.90%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测。我们预计 2019-21 年公司 EPS 分别为 0.30、0.34、0.39 元，结合可比公司 2019 年平均 PE，给予公司 2019 年 55-60 倍估值区间，对应合理价值区间 16.50-18.00 元/股，给予“优于大市”评级。

风险提示。（1）需求不确定性；（2）市场竞争加剧。

目 录

1. 多次资本运作打造航空工业集团航电板块上市平台	6
1.1 三次资本运作打造航空工业航电板块上市平台	6
1.2 航电主业构成主要盈利来源，收入规模保持稳定提升	8
2. 机载公司成立步入发展新阶段，看好公司未来内生增长提速潜力	11
2.1 机载公司成立，公司发展步入新阶段	11
2.2 看好航电龙头未来内生增长提速潜力	11
2.3 发行可转债募投 11 个航电产业化项目，进一步促进军民融合	12
3. 航空工业历来重视资本与产融结合，公司体外存托管资产	14
3.1 航空工业集团重视资本与产融结合，成国有资本投资公司试点	14
3.2 公司体外托管 14 家单位	14
4. 启动回购彰显信心，管理层增持看好未来发展	15
5. 盈利预测与投资建议	16
6. 风险提示	17
财务报表分析和预测	18

图目录

图 1	公司资产整合历程.....	6
图 2	公司股权结构 (数据统计截至 2018 年年报)	7
图 3	主要子公司 2018 年营收, 净利润及其增速.....	8
图 4	公司 2014-2018 营业收入和 YOY	8
图 5	公司 2014-2018 归母净利润和 YoY	8
图 6	三大主营业务中航空产品毛利率最高 (2018 年)	9
图 7	公司主营业务收入构成 (2018 年年报)	9
图 8	公司毛利构成 (2018 年年报)	9
图 9	三费率近三年趋于稳定.....	10
图 10	宝成仪表 2013-2018 年业绩表现.....	11
图 11	凯天电子 2013-2018 年业绩表现.....	11
图 12	子公司业绩情况分析 (注: 此处为各个子公司净利润直接相加)	12
图 13	若剔除宝成、凯天, 子公司净利润总和 CAGR 逐年提速	12

表目录

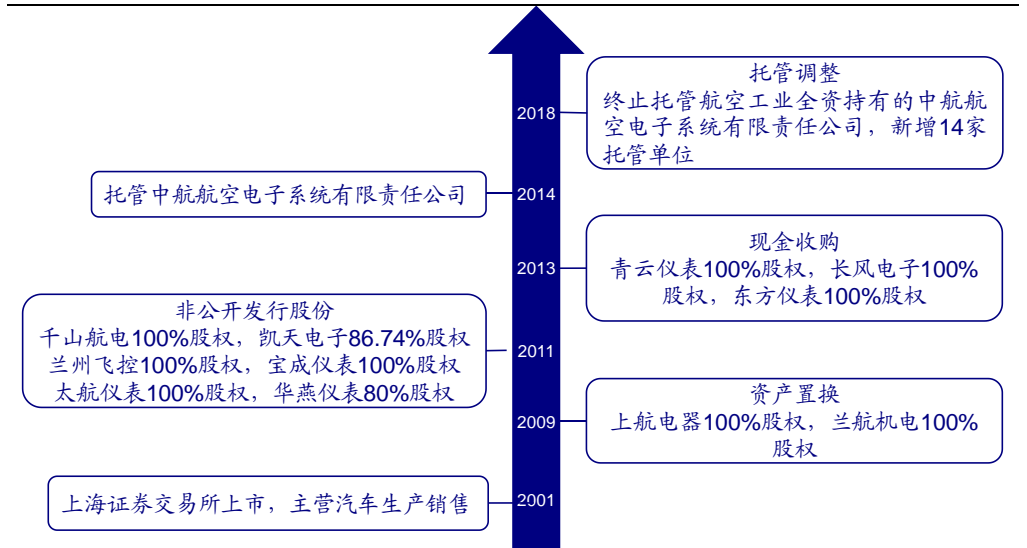
表 1	公司重大发展历史.....	7
表 2	主要子公司情况.....	8
表 3	公司可转债募集资金用途（万元）.....	12
表 4	公司托管单位基本情况.....	14
表 5	可比上市公司估值表（2019 年预测 PE,倍）.....	16
表 6	公司主营产品收入预测.....	16

1. 多次资本运作打造航空工业集团航电板块上市平台

1.1 三次资本运作打造航空工业航电板块上市平台

公司隶属航空工业集团，是集团航空电子板块的上市平台。公司主营业务是航空电子系统产品，拥有较为完整的航空电子产业链，产品谱系全面，应用领域广泛，具有较高的行业美誉度。

图1 公司资产整合历程



资料来源：《中航电子公开发行可转换公司债券募集说明书》等，海通证券研究所

三次资本运作打造航空工业航电系统上市平台。公司前身为 1999 年设立的江西昌河汽车股份有限公司，经营范围包括微型汽车系列车型、经济型乘用车（整车）设计、开发、制造、销售、售后服务等，于 2001 年在上交所上市交易。

2009 年，公司置出汽车资产和业务，置入上航电器及兰航机电 100% 的股权，随后分别于 2011 年和 2013 年，再次经过两次重大资产重组，实现收购千山航电、凯天电子、兰州飞控等 9 家公司的股权。

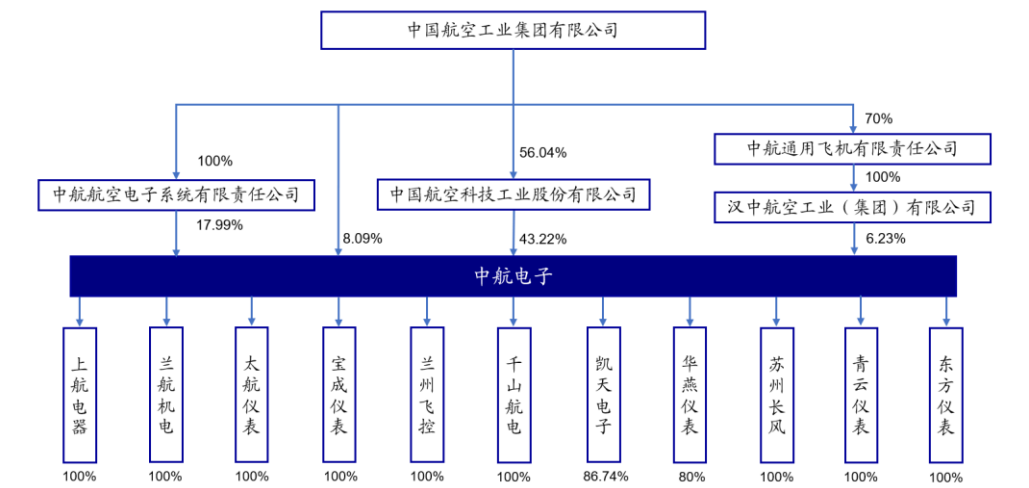
2014 年，航空工业将其持有的中航航空电子系统有限责任公司 100% 股权委托给公司管理。2018 年随着机载公司成立，对委托公司管理的公司范围及相关托管事宜进行调整：公司终止托管航空工业全资持有的中航航空电子系统有限责任公司，新增 14 家托管单位。

表 1 公司重大发展历史

时间	公司事件
1999年	江西昌河汽车股份有限公司成立, 股本为30,000万股
2001年	在上交所上市交易, 首次向社会公开发行11,000万股, 总股本41,000万股
2009年	(1) 资产置换置入上航电器100%的股权及兰航机电100%的股权, 变更后的股本为484,625,174股 (2) 更名为“中航航空电子设备股份有限公司”
2011年	(1) 非公开发行股份购买千山航电100%的股权, 凯天电子86.74%的股权, 兰州飞控100%的股权, 宝成仪表100%的股权, 太航仪表100%的股权以及华燕仪表80%的股权, 变更后的股本为821,698,975股 (2) 股票简称由“ST昌河”变更为“中航电子”
2012年	非公开发行股票38,483,900股, 总股本变更为1,353,202,260股
2013年	现金收购青云仪表100%股权, 长风电子100%股权, 东方仪表100%股权
2014年	托管中航工业持有的中航航空电子系统股份有限公司100%股权
2017年	发行24亿可转换债券, 募投11个产业化项目

资料来源:《中航电子公开发行可转换公司债券募集说明书》等, 海通证券研究所

当前公司控股股东为中国航空科技工业股份有限公司, 直接持有公司 43.22%的股份; 实际控制人为中国航空工业集团有限公司, 直接持有公司 8.09%的股份。此外, 中国航空电子系统有限责任公司和汉中航空工业(集团)有限公司持股比例分别为 17.99%和 6.23%。

图 2 公司股权结构 (数据统计截至 2018 年年报)


资料来源: 2018 年年报, 海通证券研究所

公司致力于为客户提供综合化的航空电子系统整体解决方案。产品谱系覆盖飞行控制系统、惯性导航系统、飞行航姿系统、飞机参数采集系统、大气数据系统、航空照明系统、控制板主件与调光系统、飞行告警系统、电驱动与控制系统、飞行指示仪表、电气控制、传感器、敏感元器件等航空电子相关领域。

同时, 公司立足航空主业, 积极拓展非航空防务及民用市场, 面向航天、兵器、船舶等大防务大安全业务领域, 以及电子信息、智能系统、机电自动化、基础器件等工业制造业务领域提供相关配套系统解决方案、产品及服务。

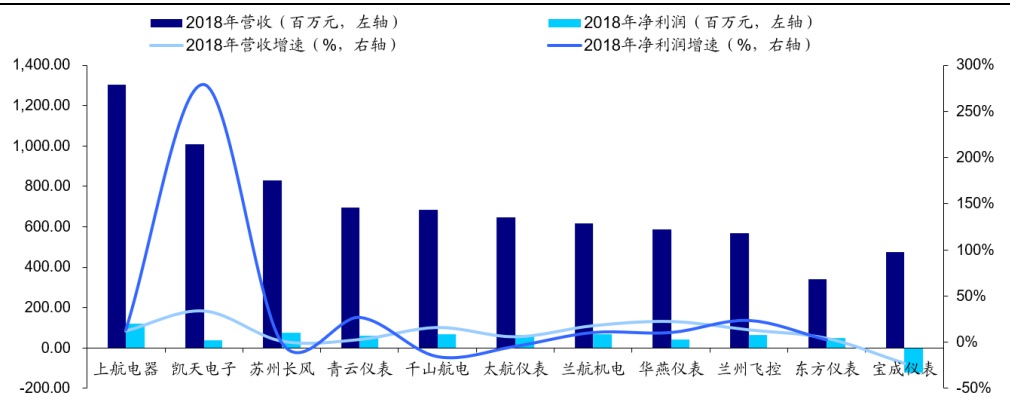
公司总部对航空产业采取运营管控, 对非航空产业采取战略管控和财务管控, 各子公司负责具体科研生产经营。

公司下属子公司体量分布比较均衡, 参照 2018 年净利润口径, 上航电器净利润规模最大, 达到 1 亿元以上, 苏州长风等 8 家子公司净利润规模均分布在 4000-8000 万水平区间, 但宝成仪表亏损 1.2 亿元。

表 2 主要子公司情况

子公司	近3年营收CAGR	近3年净利润CAGR
上航电器	13.42%	12.25%
苏州长风	2.16%	13.67%
兰航机电	12.20%	-3.45%
千山航电	5.26%	-2.41%
太航仪表	4.80%	5.82%
兰州飞控	7.20%	15.11%
青云仪表	5.55%	52.25%
东方仪表	1.47%	14.54%
华燕仪表	9.32%	-5.38%
凯天电子	2.30%	-30.16%
宝成仪表	-17.94%	-284.85%

资料来源: wind, 海通证券研究所

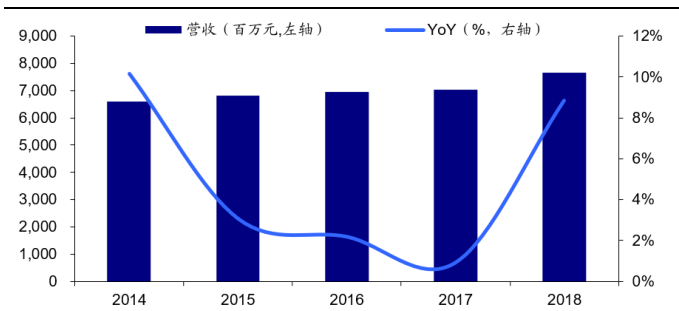
图3 主要子公司 2018 年营收, 净利润及其增速


资料来源: 2018 年年报, 海通证券研究所

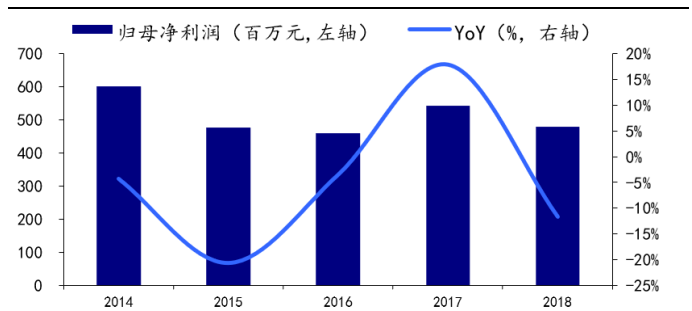
1.2 航电主业构成主要盈利来源, 收入规模保持稳定提升

航空业务盈利能力强, 公司毛利率维持高位。公司产品主要涉及航空产品、非航空防务和非航空民品等领域, 从业务结构上来看, 航空产品贡献了接近八成的营收及毛利, 在公司业务中居主导地位。且相较于非航空民品和非航空防务, 航空产品毛利率最高, 使得公司整体毛利率维持在 30% 左右。

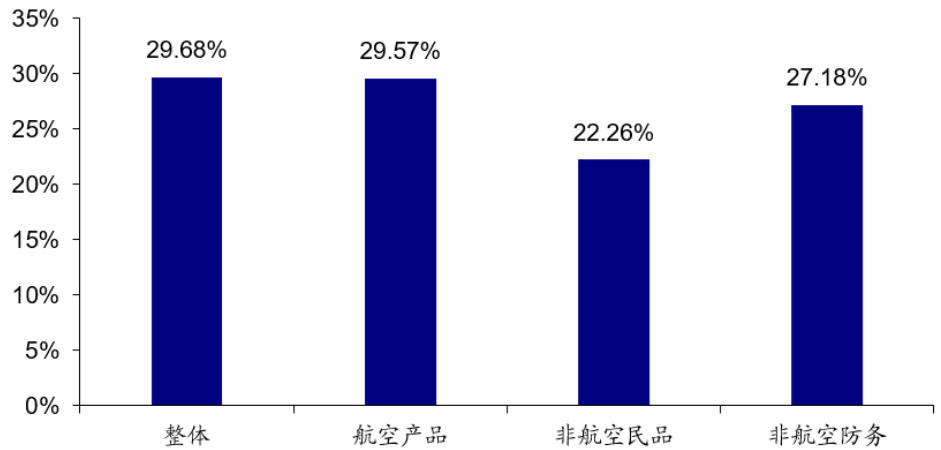
过去五年, 公司营业收入稳定提升, CAGR 为 4.97%, 经营状况稳定, 其中航空主业保持稳定增长趋势。

图4 公司 2014-2018 营业收入和 YOY


资料来源: Wind, 海通证券研究所

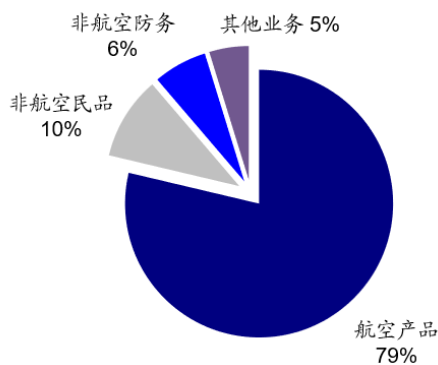
图5 公司 2014-2018 归母净利润和 YoY


资料来源: Wind, 海通证券研究所

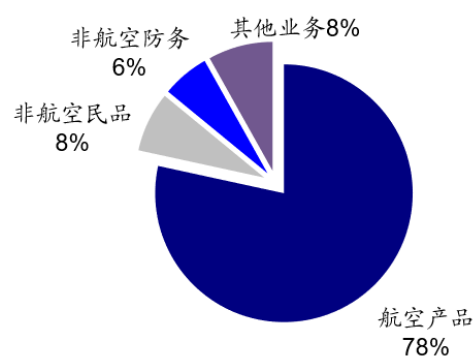
图6 三大主营业务中航空产品毛利率最高 (2018年)


资料来源: wind, 海通证券研究所

2018年, 公司营业收入 76.43 亿元, 同比增长 8.83%; 利润总额 5.66 亿元, 同比减少 11.23%; 归母净利润 4.79 亿元, 同比降低 11.63%。航空产品贡献了 78.7% 的营收和 78.4% 的毛利, 在公司业务中居主导地位。

图7 公司主营业务收入构成 (2018 年年报)


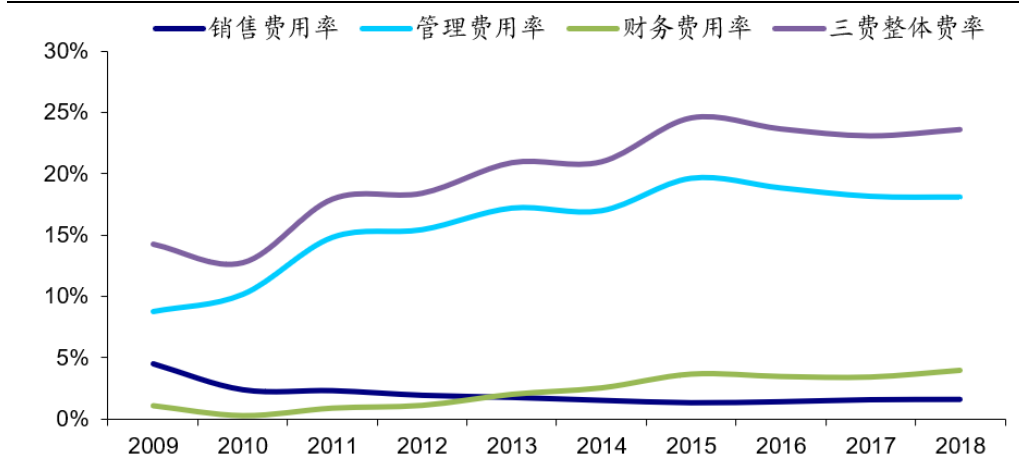
资料来源: 2018 年年报, 海通证券研究所

图8 公司毛利构成 (2018 年年报)


资料来源: 2018 年年报, 海通证券研究所

销售费用率逐年降低。公司三费率近三年趋于稳定, 2018 年期间费用率为 23.63%, 同比前一年上升 0.53pct, 其中销售费用率同比增加 0.03pct, 管理+研发费用率同比减少 0.06pct, 财务费用率同比增加 0.56pct (主要是可转债计提的利息费用)。

图9 三费率近三年趋于稳定



资料来源: wind, 海通证券研究所

2. 机载公司成立步入发展新阶段，看好公司未来内生增长提速潜力

2.1 机载公司成立，公司发展步入新阶段

机载公司成立，公司发展步入新阶段。据公司 2018 年 6 月的《重大事项提示性公告》，中航航空电子系统有限责任公司拟与中航机电系统有限公司整合，组建航空机载系统公司。本次整合将有利于公司加快航电产业专业化发展、民机产业拓展、进一步深化体制机制改革，提升公司管理效率。据公司官网披露，2018 年 9 月，中航机载系统有限公司成立干部大会在京召开。我们认为，随着机载公司成立，公司发展步入新阶段。

机载公司纳入“双百企业”名单。据中航机电 2018 年年报，直接控股股东中航机载系统有限公司被列入国务院国资委国企改革“双百行动”范围，股东将在混合所有制改革、法人治理结构、市场化经营机制、激励机制以及历史遗留问题方面实现突破。

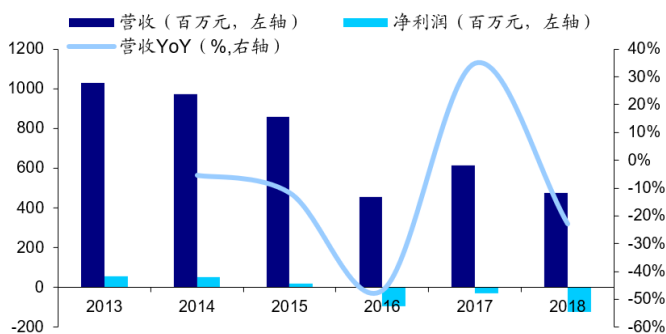
2.2 看好航电龙头未来内生增长提速潜力

公司致力于为客户提供综合化的航空电子系统整体解决方案，产品谱系覆盖飞行控制系统、惯性导航系统、飞行航姿系统、飞机参数采集系统、大气数据系统、航空照明系统、控制板主件与调光系统、飞行告警系统、电驱动与控制系统、飞行指示仪表、电气控制、传感器、敏感元器件等航空电子相关领域。公司拥有较为完整的航空电子产业链，产品谱系全面，应用领域广泛，具有较高的行业美誉度。

同时，公司立足航空主业，积极拓展非航空防务及民用市场，面向航天、兵器、船舶等大防务大安全业务领域，以及电子信息、智能系统、机电自动化、基础器件等工业制造业务领域提供相关配套系统解决方案、产品及服务。

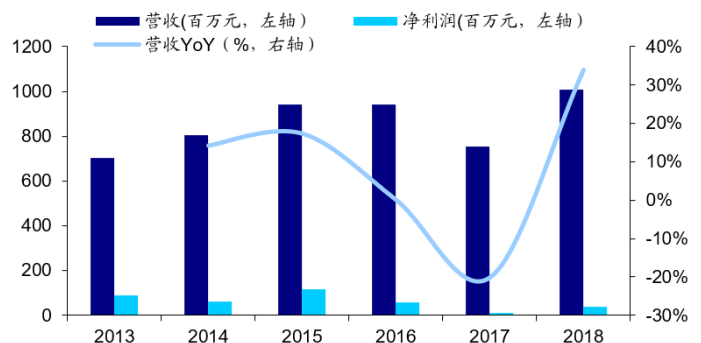
过去五年，公司营收逐年上升，经营状况稳定；但净利润水平基本保持不增长态势。从具体子公司分布来看，公司过去几年的业绩表现主要受到了子公司宝成仪表和凯天电子的拖累。其中宝成仪表过去三年分别亏损 0.94/0.31/1.21 亿元，凯天电子近三年净利润 CAGR 为 -30.16%。

图10 宝成仪表 2013-2018 年业绩表现



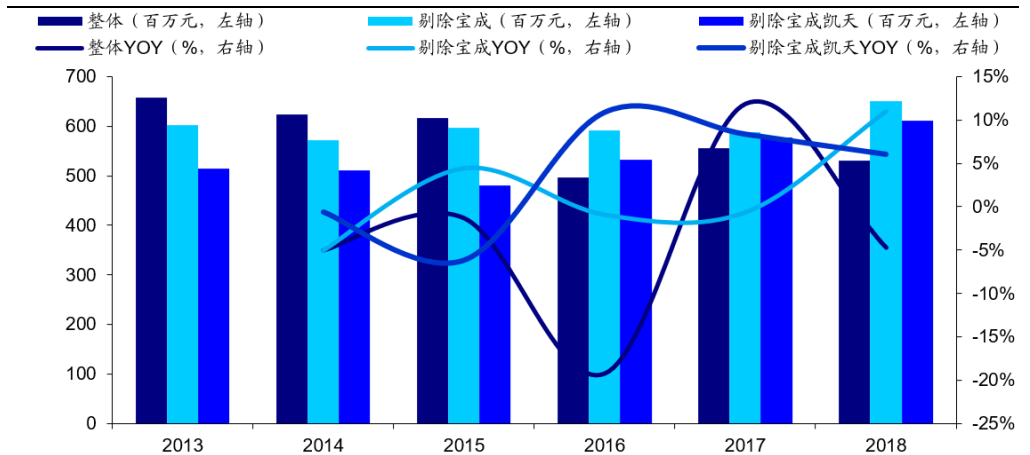
资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 凯天电子 2013-2018 年业绩表现

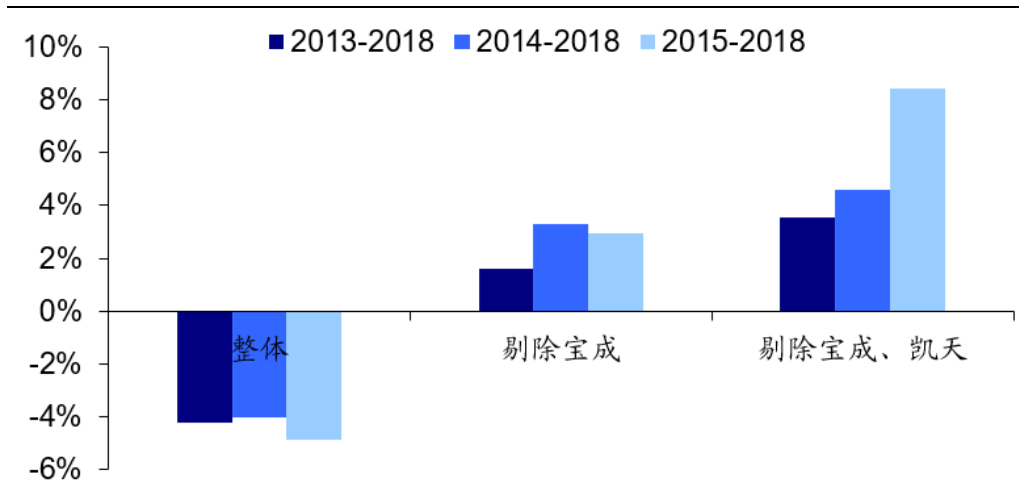


资料来源：Wind，海通证券研究所

除宝成、凯天外的其他子公司整体业绩呈现良好增长趋势。若剔除宝成仪表的影响，2014-2018 年子公司净利润总和年均复合增长率 (CAGR) 为 3.32%；若剔除宝成仪表、凯天电子的影响，则过去 5/4/3 年子公司净利润总和 CAGR 分别为 3.63%/4.65%/8.57%，呈现逐年提速的迹象。

图12 子公司业绩情况分析 (注: 此处为各个子公司净利润直接相加)


资料来源: wind, 海通证券研究所

图13 若剔除宝成、凯天, 子公司净利润总和 CAGR 逐年提速


资料来源: wind, 海通证券研究所

我们认为, 如果未来公司能够加强对亏损/业绩下滑较大的子公司的管控, 促进其业绩改善, 公司整体内生业绩存在提速增长的潜力。

2.3 发行可转债募投 11 个航电产业化项目, 进一步促进军民融合

2017 年 12 月, 公司成功完成可转换公司债券发行, 募集资金 24 亿元人民币。此次募集资金扣除发行费用后, 除 5.84 亿元补充流动资金外, 全部用于 11 个产业化项目。

我们认为, 随着募投项目的逐渐实施, 公司整体能力有望进一步得到增强。

表 3 公司可转债募集资金用途 (万元)

序号	实施主体	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	上航电器	激光照明产业化项目	21,000	21,000
2	兰航机电	电作动驱动及传动系统产业化建设项目	20,806	18,000
3	华燕仪表	高性能惯性传感器及应用系统产业化建设项目	18,000	18,000
4	凯天电子	基于物联网的高安全监控系统产业化项目	15,655	13,600
5	苏州长风	高端装备智能化综合显示产业化项目	33,761	15,000
6	宝成仪表	高精度航姿系统产业化项目	15,000	15,000

7	太航仪表	飞行仪表产能提升项目	17,000	17,000
8	青云仪表	固定翼飞机自动飞行控制系统产业化项目	21,372	18,000
9	兰州飞控	智能电动伺服控制系统产业化建设项目	15,000	15,000
10	东方仪表	旋翼机飞行控制系统产业化项目	13,000	13,000
11	千山航电	高安全数据处理系统产业化项目	18,000	18,000
12		补充流动资金	58,400	58,400

资料来源：中航电子公开发行可转换公司债券募集说明书，海通证券研究所

3. 航空工业历来重视资本与产融结合，公司体外存托管资产

3.1 航空工业集团重视资本与产融结合，成国有资本投资公司试点

航空工业集团高度重视资本化运作和产融结合。据航空工业官网披露，集团公司提出计划到 2020 年集团公司资产证券化率达到 70%。航空工业将通过对旗下优质资产进行资产证券化，积极探索深化军民融合、混合经济所有制改革等，以融促产，打造优质上市公司，助力集团公司转型升级。

公司实际控制人位列国有资本投资公司试点。据公司 2018 年 12 月 19 日《有关事项的公告》，国资委下发《关于开展国有资本投资公司试点的通知》，明确公司实际控制人航空工业成为国有资本投资公司试点单位之一。根据中航机电 2018 年年报，这将积极推进混合所有制改革和股权多元化，加快形成有效制衡的法人治理结构。

3.2 公司体外托管 14 家单位

当前托管含 5 家事业单位研究所在内的 14 家单位。2014 年，为加强中国航空工业集团有限公司下属相关业务的整合，航空工业将其持有的中航航空电子系统有限责任公司 100% 股权委托给公司管理。2018 年随着机载公司成立，对委托公司管理的公司范围及相关托管事宜进行调整：公司终止托管航空工业全资持有的中航航空电子系统有限责任公司，新增 14 家托管单位。

表 4 公司托管单位基本情况

单位名称	单位类型	托管股权比例 (%)
中国航空工业集团公司雷华电子技术研究所	事业单位	—
中国航空工业集团公司洛阳电光设备研究所	事业单位	—
中国航空无线电电子研究所	事业单位	—
中国航空工业集团公司西安飞行自动控制研究所	事业单位	—
中国航空工业集团公司西安航空计算技术研究所	事业单位	—
北京青云航空设备有限公司	有限责任公司	100
陕西宝成实业有限责任公司	有限责任公司	100
深圳市汇富源包装材料有限公司	有限责任公司	39
深圳宝成科技有限公司	有限责任公司	64.5
中航无锡雷达技术有限公司	有限责任公司	100
中航洛阳光电技术有限公司	有限责任公司	100
中航（上海）航空无线电电子技术有限公司	有限责任公司	100
中航西安飞行自动控制技术有限公司	有限责任公司	100
中航西安航空计算技术有限公司	有限责任公司	100

资料来源：《中航电子关于调整股权托管事项暨关联交易的公告》，海通证券研究所

我们认为，公司作为航空工业航空电子板块的上市平台，体外存有托管资产，看好其在在军工资产证券化的背景下有所受益。

4. 启动回购彰显信心，管理层增持看好未来发展

回购 1.5-3 亿元股份用于股权激励、转换可转债，彰显对公司未来前景信心。2019 年 1 月 4 日，公司发布《关于回购公司股份的预案》，拟以人民币 15000.00 万元（含）至 30000.00 万元（含）的自有资金及自筹资金以集中竞价交易方式回购公司发行的人民币普通股（A 股）股票，回购价格不超过人民币 18.50 元/股。预计回购股份数量约为 1,621.62 万股，约占公司截至 2018 年 12 月 31 日总股本 1759182006 股的 0.92%。回购的股份将用于员工持股计划或股权激励计划、转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。

截至 2019 年 6 月 30 日，公司通过集中竞价方式累计回购股份数量为 5569800 股，占公司总股本的比例为 0.3166%，成交的最高价为 14.82 元/股，成交的最低价为 14.30 元/股，累计支付的总金额为 81565650.62 元（不含佣金、过户费等交易费用）。

我们认为，本次回购计划体现了管理层对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可，回购股份用于股权激励计划将调动员工积极性，进一步提高公司竞争力。

股东、管理层增持看好未来发展。2018 年 6 月 20 日，基于对公司未来持续稳定健康发展的信心，公司股东航空工业增持公司股份 2,381,917 股，并计划在当日起 6 个月内，通过上海证券交易所交易系统增持公司股份，增持价格不高于每股 15 元，增持总金额不低于 5,000 万元，且不超过 20,000 万元人民币。2019 年 6 月，公司董事、高级管理人员相继以自有资金通过上海证券交易所交易系统买入公司 A 股股票，我们认为此举体现了控股股东、管理层对公司业务增长的持续看好，对公司内在价值及长期投资价值的认可。

5. 盈利预测与投资建议

据 2018 年年报, 2019 年公司计划收入 82.07 亿元, 利润总额 6.12 亿元。其中计划收入相较 2018 年收入增速为 7.38%, 计划利润总额相较 2018 年利润总额增速为 8.20%

参照于此, 我们预计 2019-21 年公司 EPS 分别为 0.30、0.34、0.39 元, 结合可比公司 2019 年平均 PE, 给予公司 2019 年 55-60 倍估值区间, 对应合理价值区间 16.50-18.00 元/股, 给予“优于大市”评级。

表 5 可比上市公司估值表 (2019 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (2019E)
中国卫星	600118	23.90	60.40
国睿科技	600562	15.67	64.49
航发动力	600893	23.66	43.92
中直股份	600038	42.13	39.85
航天机电	600151	5.03	68.72
2019 年平均预测 PE (倍)			55.47

资料来源: wind, 海通证券研究所

备注: 按 2019 年 07 月 15 日收盘价计算 (以上均来自万得一致预测)

表 6 公司主营产品收入预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7643.43	8466.87	9531.01	10902.96
航空产品	6015.65	6737.53	7680.79	8909.71
非航空民品	767.77	844.55	929.00	1021.90
非航空防务	495.68	520.46	556.90	607.02
其他业务	364.33	364.33	364.33	364.33
收入同比增长	--	10.77%	12.57%	14.39%
航空产品	--	12.00%	14.00%	16.00%
非航空民品	--	10.00%	10.00%	10.00%
非航空防务	--	5.00%	7.00%	9.00%
其他业务	--	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	29.68%	29.88%	29.81%	29.75%
航空产品	29.57%	30.00%	30.00%	30.00%
非航空民品	22.26%	22.00%	22.00%	22.00%
非航空防务	27.18%	27.00%	27.00%	27.00%
其他业务	50.60%	50.00%	50.00%	50.00%
营业成本 (百万元)	5374.62	5937.12	6689.87	7659.17
航空产品	4236.83	4716.27	5376.55	6236.80
非航空民品	596.87	658.75	724.62	797.08
非航空防务	360.95	379.94	406.53	443.12
其他业务	179.98	182.16	182.16	182.16

资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 风险提示

（1）需求不确定性；（2）市场竞争加剧。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	7643.43	8466.87	9531.01	10902.96
每股收益	0.27	0.30	0.34	0.39	营业成本	5374.89	5937.12	6689.87	7659.17
每股净资产	4.30	4.70	4.70	4.97	毛利率%	29.68%	29.88%	29.81%	29.75%
每股经营现金流	0.02	0.97	0.28	0.23	营业税金及附加	33.75	42.33	47.66	54.51
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.44%	0.50%	0.50%	0.50%
价值评估 (倍)					营业费用	121.01	131.24	147.73	169.00
P/E	57.45	51.67	45.68	39.84	营业费用率%	1.58%	1.55%	1.55%	1.55%
P/B	3.64	3.33	3.33	3.15	管理费用	1380.82	1481.70	1667.93	1908.02
P/S	3.60	3.25	2.89	2.53	管理费用率%	18.07%	17.50%	17.50%	17.50%
EV/EBITDA	29.56	25.35	23.12	21.04	EBIT	732.96	874.48	977.83	1112.26
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	304.66	304.39	335.00	385.00
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.99%	3.60%	3.51%	3.53%
毛利率	29.68%	29.88%	29.81%	29.75%	资产减值损失	163.48	90.00	90.00	90.00
净利润率	6.31%	6.33%	6.36%	6.37%	投资收益	123.16	50.00	60.00	80.00
净资产收益率	6.34%	6.44%	7.29%	7.90%	营业利润	474.18	530.09	612.83	717.26
资产回报率	2.21%	2.33%	2.47%	2.62%	营业外收支	91.46	100.00	100.00	100.00
投资回报率	5.39%	6.87%	7.32%	7.83%	利润总额	565.64	630.09	712.83	817.26
盈利增长 (%)					EBITDA	1073.97	1193.40	1331.36	1474.58
营业收入增长率	8.83%	10.77%	12.57%	14.39%	所得税	83.12	94.51	106.92	122.59
EBIT 增长率	-13.42%	19.31%	11.82%	13.75%	有效所得税率%	14.69%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润增长率	-13.66%	10.99%	13.13%	14.65%	少数股东损益	3.19	2.68	3.03	3.47
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	479.33	532.90	602.87	691.20
资产负债率	63.5%	62.2%	64.7%	65.5%	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动比率	1.45	1.51	1.46	1.47	货币资金	2535.89	3942.49	4111.51	4163.40
速动比率	1.09	1.16	1.11	1.11	应收款项	6545.90	6495.13	7311.46	8363.91
现金比率	0.58	0.91	0.82	0.78	存货	3724.50	3741.20	4215.53	4826.33
经营效率指标					其它流动资产	286.75	286.75	286.75	286.75
应收帐款周转天数	294.92	280.00	280.00	280.00	流动资产合计	15867.69	17230.30	19037.78	21201.25
存货周转天数	237.28	230.00	230.00	230.00	长期股权投资	40.05	40.05	40.05	40.05
总资产周转率	0.36	0.38	0.40	0.43	固定资产	3139.23	3239.23	3339.23	3439.23
固定资产周转率	2.46	2.79	3.40	4.24	在建工程	1153.82	1203.82	1253.82	1303.82
					无形资产	723.05	713.05	678.44	645.05
					非流动资产合计	5783.48	5596.53	5383.00	5160.68
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	21651.17	22826.82	24420.77	26361.93
净利润	479.33	532.90	602.87	691.20	短期借款	3087.74	3000.00	3700.00	4000.00
少数股东损益	3.19	2.68	3.03	3.47	应付账款	4135.91	4310.51	4857.03	5560.77
非现金支出	504.49	408.92	443.53	452.32	预收账款	91.84	84.67	95.31	109.03
非经营收益	195.74	154.39	175.00	205.00	其它流动负债	7.74	7.74	7.74	7.74
营运资金变动	-1147.84	606.33	-740.41	-955.10	流动负债合计	10951.61	11413.95	13011.99	14468.48
经营活动现金流	34.90	1705.22	484.02	396.89	长期借款	305.39	305.39	305.39	305.39
资产	-845.68	-31.97	-40.00	-40.00	其它长期负债	2480.71	2480.71	2480.71	2480.71
投资	63.85	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	2786.09	2786.09	2786.09	2786.09
其他	-200.73	-50.00	-60.00	-80.00	负债总计	13737.70	14200.04	15798.09	17254.57
投资活动现金流	-982.56	-81.97	-100.00	-120.00	实收资本	1759.18	1759.18	1759.18	1759.18
债权募资	-537.25	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	7561.65	8272.28	8265.16	8746.36
股权募资	39.55	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	351.83	354.50	357.53	361.01
其他	-283.90	-316.65	-335.00	-385.00	负债和所有者权益合计	21651.17	22826.82	24420.77	26361.93
融资活动现金流	-781.60	-316.65	-335.00	-385.00					
现金净流量	-1729.25	1306.60	49.02	-108.11					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 15 日
 资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国卫星,四创电子,内蒙一机,中航科工,天奥电子,中航光电,光电股份,航天发展,晨曦航空,中航电测,康拓红外,航天电器,雷科防务,中航飞机,火炬电子,中航机电,中直股份,振华科技,瑞特股份,航发动力,中航高科,应流股份,航天电子,中航沈飞,航天彩虹,凌云股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wj11852@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
---	--	--

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com