

航天彩虹 (002389)

证券研究报告
2020年02月23日

无人机+新材料双轮驱动，军工行业新巨头迎风起飞

国内无人机领域龙头企业，无人机行业呈现拐点迹象

航天彩虹是中国航天科技集团公司第十一研究院控股的上市公司，主要从事彩虹系列无人机以和新材料产品的设计研发及生产。公司业已形成新材料业务和无人机研发制造双主业的业务模式，产品在原有新材料产品的基础上，增加彩虹-3、彩虹-4和彩虹-5等中大型察打一体无人机产品以及射手系列导弹，形成多元化的产品结构。

近期相关无人智能上市公司普遍出现订单拐点迹象：星网宇达 20 年 2 月 14 日投资者活动披露，无人机业务 2019 年 200 万，2020 年 2.3-2.5 亿；长鹰信质 19 年 12 月 5 日公告，无人机合同金额增至 9.25 亿元；赛为智能 19 年 8 月 23 日公告签署 6.6 亿元订单。

全球军贸市场 Top3 无人机供应商，市场需求或迎来中高速增长

彩虹无人机是我国高科技产品“走出去”的重要代表，具有完全自主知识产权，核心技术达到国际领先水平，在防务领域锋芒毕露，同时在资源勘查、海洋监测、公安维稳、气象、应急救援等领域备受青睐。目前，公司产品成功获得大量国际、国内市场订单，是我国首家实现无人机批量出口且出口量最大的单位，近 10 年销售额累计数已处于全球军贸市场前 3 位。

2018 年全球无人机市场规模为 141 亿美元，预计到 2024 年全球无人机市场规模将达 431 亿美元，复合增长率为 20.5%；2018 年军用无人机市场规模达 12.1 亿美元，至 2025 年市场规模将达 26.8 亿美元军民无人机市场均有较大市场空间。根据美智库 IISS 发布数据显示，从 2008 年到 2017 年，美国共出口无人机 351 架、以色列出口无人机 186 架，我国则出口 88 架，市场份额占比达到 10%，未来有望进一步提高。

薄膜业务：我国电容器薄膜主导制造商，望迎汽车\新能源超级电容机遇

公司是我国最大的电容器专用电子薄膜制造企业之一，一直致力于电容器用薄膜、太阳能电池背板膜、光学膜领域的工艺技术创新和新产品研发，现有产品包括电容器薄膜、太阳能电池背材膜、光学膜、锂离子电池隔膜四个板块。公司具备年产 16,000 吨电容器用聚丙烯薄膜的生产能力，以及年产 5,000 吨电容器用聚酯薄膜的生产潜力，产品涵盖 1.5μm-18μm，在产能规模、产品系列方面均处于行业领先地位。在新产品研发方面，公司持续加大对电容器薄膜超薄化、耐高温、耐大电流、安全可靠性的研究和客户定制型的开发。

盈利预测与假设：我们预计公司在 2019-2021 年的营收增速为 16.9%/22.6%/22.2%，对应的营收分别为 31.79/38.99/47.65 亿元，毛利率为 28.2%/31.6%/32.4%，归母净利润分别为 2.11/5.11/6.56 亿元，EPS 为 0.22/0.54/0.69 元，按照 2 月 21 日收盘价 P/E 为 65.60/27.10/21.10x。目前可比公司 2020 年加权平均 P/E 预测值为 39.70x，公司目标价为 0.54*39.70=21.44 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：公司无人机产品出口量增长放缓，超级电容膜市场竞争加剧，EV 电池技术出现变动的风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,446.74	2,718.85	3,178.89	3,898.73	4,764.59
增长率(%)	19.19	87.93	16.92	22.64	22.21
EBITDA(百万元)	408.64	707.52	564.36	940.67	1,150.77
净利润(百万元)	186.70	241.80	211.00	510.70	656.12
增长率(%)	52.07	29.51	(12.74)	142.04	28.48
EPS(元/股)	0.20	0.26	0.22	0.54	0.69
市盈率(P/E)	74.13	57.24	65.60	27.10	21.10
市净率(P/B)	2.32	2.23	2.16	2.02	1.86
市销率(P/S)	9.57	5.09	4.35	3.55	2.90
EV/EBITDA	49.29	16.21	23.70	13.99	11.05

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	14.63 元
目标价格	21.44 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	946.06
流通 A 股股本(百万股)	596.69
A 股总市值(百万元)	13,840.90
流通 A 股市值(百万元)	8,729.51
每股净资产(元)	6.64
资产负债率(%)	22.37
一年内最高/最低(元)	15.93/9.77

作者

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

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

许利天 联系人
xulitian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 电容器专用电子膜制造龙头，全面进军军用无人机蓝海	3
2. 重组后营收增速亮眼，双主业发展带来新业绩增长点	4
3. 无人机+新材料双主业驱动，战略布局日渐清晰	5
3.1. 彩虹无人机：近十年销售额累计处于全球 Top3，彩虹 7 研发持续推进	5
3.2. 膜业务：我国最大电容器薄膜制造商，望迎新能源车/超级电容机遇	7
4. 盈利预测与假设	7
5. 风险提示	7

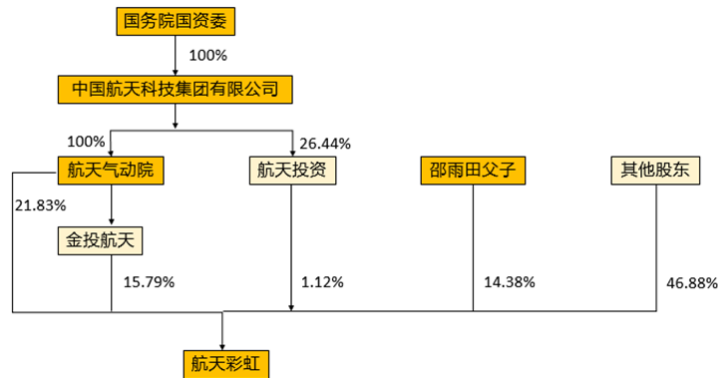
图表目录

图 1：股权结构：气动院为第一大股东，实控人为航天科技集团	3
图 2：在研产品：彩虹-7 高空长航时隐身无人战机	3
图 3：公司电容器用聚丙烯薄膜产品	3
图 4：2014-2019Q3 公司营收及其增速	4
图 5：2014-2019Q3 归母净利润及其增速	4
图 6：2014-2021E 公司分板块营收与毛利情况	4
图 7：2014-2021E 公司分板块营收增速与毛利率情况	5
图 8：公司主营业务及占比（单位：亿元）	5
图 9：2016-2020 年全球无人机市场规模及预测（亿美元）	6
图 10：2025 年全球军用无人机市场将达到 268 亿美元	6
图 11：1998-2019 年美军无人机采购金额及预测图	6
图 12：各尺度无人机占比图	6
图 13：我国军用无人机出口产品结构图	6
图 14：我国无人机主要出口国占比图	6
图 15：采用 PE 可比估值法进行估值	7
表 1：公司电子薄膜业务发展情况	7

1. 电容器专用电子膜制造龙头，全面进军军用无人机蓝海

航天彩虹是我国最大的电容器专用电子薄膜制造企业之一，也是我国高端电容器薄膜主导供应商、我国产品系列最全的电容器薄膜生产商。2017 年公司原股东金投航天被无偿划转至航天气动院（航天 11 院），航天气动院成为公司控股股东（目前持股比例 21.83%），同年公司收购航天气动院旗下资产：（1）彩虹公司 100% 股权、（2）神飞公司 84% 股权；交易完成后，公司产品增加了无人机系列，主要从事中大型无人机及其机载任务设备（含武器系统）的研发、设计、生产、制造、试验、销售服务等。

图 1：股权结构：气动院为第一大股东，实控人为航天科技集团



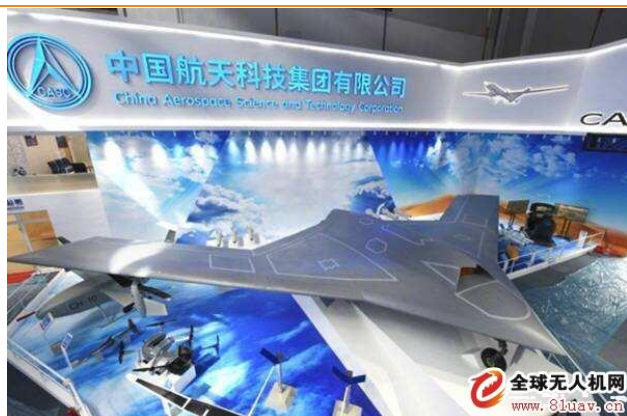
资料来源：Wind，天风证券研究所

目前，公司主要从事两大业务板块：

（1）无人机业务：涵盖中大型无人机及其机载设备（含武器系统）的研发、设计、生产、制造、试验、销售、服务等，以及面向用户提供系统解决方案，开展无人机相关服务、无人机专业人员培训、无人机卫星通信及空地例题应用服务等。现有产品包括彩虹-3/4/5/10，彩虹-801/802/803/804、彩虹-811/815、彩虹-812/813/814、彩虹-806、彩虹-821、彩虹-101 等，大部分取得出口立项批复并远销海外，整机出口数量及金额在国内领先。

（2）膜业务：分为电容器薄膜、太阳能电池背材膜、光学膜、锂离子电池隔膜几大板块，其中电容器薄膜是薄膜电容器的核心介质材料。薄膜电容器主要应用于电子、家电、通讯、电力、电气化铁路、混合动力汽车、风力发电、太阳能发电等多个行业。公司具备年产 16,000 吨电容器用聚丙烯薄膜生产能力、年产 5,000 吨电容器用聚脂薄膜生产能力。

图 2：在研产品：彩虹-7 高空长航时隐身无人战机



资料来源：全球无人机网，天风证券研究所

图 3：公司电容器用聚丙烯薄膜产品

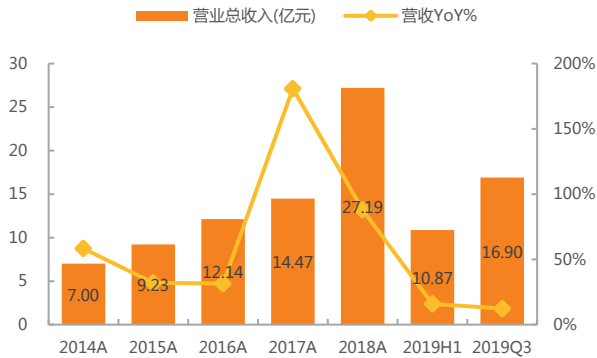


资料来源：南洋科技官网，天风证券研究所

2. 重组后营收增速亮眼，双主业发展带来新业绩增长点

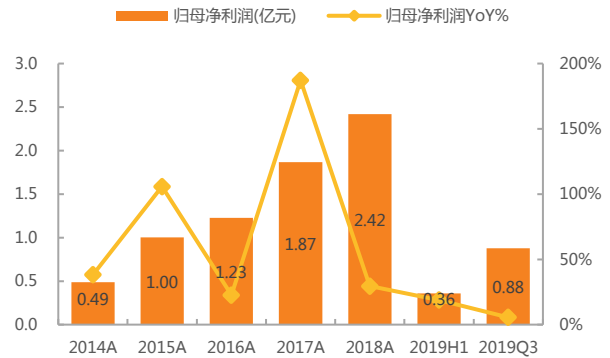
通过收购航天气动院两项资产，公司营业收入与净利润实现大幅增加。公司 2016-2018 年营业收入分别为 12.14/14.47/27.19 亿元，同比增长 31.25%/180.83%/87.93%。归属母公司净利润分别为 1.23/1.87/2.42 亿元，同比增 22.68%/187.17%/29.51%。2019 年上半年公司实现营业收入 10.87 亿元，同比增长 15.88%，归母净利润为 0.36 亿元，同比增长 18.85%。

图 4：2014-2019Q3 公司营收及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2014-2019Q3 归母净利润及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司盈利能力整体稳定。2016-2018 年公司毛利分别为 3.31/4.34/7.52 亿元，对应毛利率分别为 27.27%/29.92%/27.67%。2019 上半年毛利为 2.56 亿元，毛利率为 23.52%，其中无人机及相关产品毛利率达到 37.59%。预计随着公司无人机研发持续推进与膜业务下游应用的不断拓展，公司毛利率与净利率将有望实现上升。

图 6：2014-2021E 公司分板块营收与毛利情况

002389.SZ	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1	2018H1	2019E	2020E	2021E
单位：亿元	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/30	2018/6/30			
营业总收入	7.00	9.23	12.14	14.47	27.19	10.87	9.38	31.79	38.99	47.65
无人机及相关产品				10.90	11.98	3.86	2.21	15.69	20.79	27.03
背材基膜及绝缘材料	2.32	3.19	4.29	1.00	6.99	3.54	3.48	7.26	8.06	8.87
光学膜	1.31	3.36	4.75	0.70	4.02	1.60	1.72	4.26	4.69	5.15
电容膜	3.35	2.65	3.05	0.43	3.02	1.50	1.67	3.11	3.64	4.36
技术服务				1.43	0.90	0.25	0.25	0.94	1.13	1.42
其他业务	0.02	0.03	0.05	0.02	0.29	0.12	0.04	0.52	0.68	0.81
营业成本	5.33	6.25	8.83	10.13	19.67	8.31	7.14	22.81	26.68	32.19
无人机及相关产品				7.52	7.37	2.41	1.32	9.71	12.75	16.62
背材基膜及绝缘材料	1.89	2.08	3.25	0.89	6.27	3.18	3.05	6.45	6.65	7.27
光学膜	0.73	2.04	2.98	0.55	2.92	1.15	1.26	3.08	3.23	3.50
电容膜	2.70	2.12	2.55	0.35	2.44	1.35	1.36	2.64	2.91	3.38
技术服务				0.81	0.42	0.17	0.13	0.61	0.73	0.92
其他业务	0.01	0.02	0.05	0.01	0.24	0.05	0.02	0.31	0.40	0.49
毛利	1.66	2.99	3.31	4.34	7.52	2.56	2.24	8.98	12.31	15.46
无人机及相关产品				3.37	4.61	1.45	0.89	5.98	8.05	10.41
背材基膜及绝缘材料	0.44	1.12	1.04	0.10	0.71	0.36	0.43	0.81	1.41	1.60
光学膜	0.58	1.33	1.77	0.16	1.10	0.45	0.46	1.18	1.45	1.65
电容膜	0.64	0.53	0.50	0.08	0.57	0.15	0.32	0.47	0.73	0.98
技术服务				0.62	0.48	0.08	0.12	0.33	0.40	0.50
其他业务	0.00	0.00	0.00	0.01	0.05	0.07	0.02	0.21	0.27	0.32

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2014-2021E 公司分板块营收增速与毛利率情况

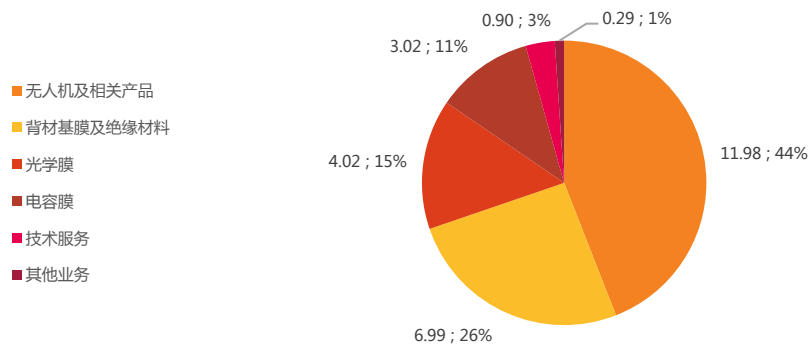
002389.SZ	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1	2018H1	2019E	2020E	2021E
	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/30	2018/6/30			
营收增速	58.3%	32.0%	31.5%	180.8%	87.9%	15.9%	381.8%	16.9%	22.6%	22.2%
无人机及相关产品					9.9%	74.6%		31.0%	32.5%	30.0%
背材基膜及绝缘材料		37.4%	34.3%	-76.8%	601.5%	1.7%	27.8%	4.0%	11.0%	10.0%
光学膜		157.7%	41.2%	-85.2%	471.9%	-6.8%	-22.8%	6.0%	10.0%	10.0%
电容膜		-20.9%	15.1%	-86.0%	605.8%	-10.5%	-1.0%	3.0%	17.0%	20.0%
技术服务					-36.9%	-1.8%		5.0%	20.0%	25.0%
其他业务		53.7%	77.6%	-61.1%	1435.1%	181.9%	92.9%	80.0%	30.0%	20.0%
毛利率	23.7%	32.3%	27.3%	30.0%	27.7%	23.5%	23.9%	28.2%	31.6%	32.4%
无人机及相关产品				31.0%	38.5%	37.6%	40.3%	38.1%	38.7%	38.5%
背材基膜及绝缘材料	18.8%	35.0%	24.2%	10.4%	10.2%	10.2%	12.4%	11.2%	17.5%	18.0%
光学膜	44.1%	39.5%	37.3%	22.3%	27.3%	28.0%	26.6%	27.8%	31.0%	32.0%
电容膜	19.3%	20.1%	16.4%	18.5%	19.0%	9.9%	19.0%	15.0%	20.0%	22.5%
技术服务				43.3%	53.1%	32.5%	47.7%	34.9%	35.2%	35.1%
其他业务	18.6%	16.5%	0.8%	38.8%	16.5%	56.5%	46.9%	39.7%	40.2%	40.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 无人机+新材料双主业驱动，战略布局日渐清晰

公司业已形成新材料业务和无人机研发制造双主业的业务模式，产品在原有新材料产品的基础上，增加彩虹-3、彩虹-4 和彩虹-5 等大中型察打一体无人机产品以及射手系列导弹，形成多元化的产品结构。

图 8：公司主营业务及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

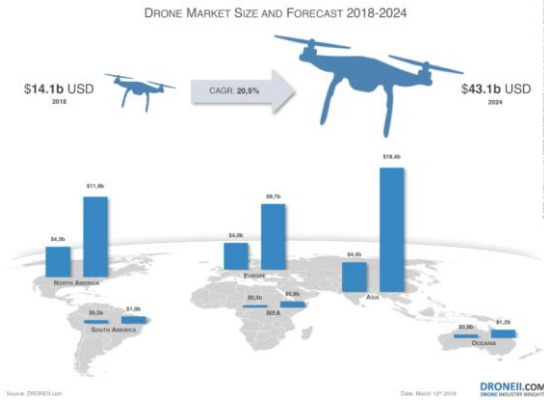
3.1. 彩虹无人机：近十年销售额累计处于全球 Top3，彩虹 7 研发持续推进

“彩虹”无人机具有完全自主知识产权，军民结合的核心技术已达国际领先水平，在防务领域锋芒毕露，同时在资源勘查、海洋监测、公安维稳、气象、应急救援等领域备受青睐是我国最具实战经验的成熟产品，在国际、国内享有较高的声誉，是我国高科技产品“走出去”的重要代表。现有产品包括彩虹-3/4/5/10，彩虹-801/802/803/804、彩虹-811/815、彩虹-812/813/814、彩虹-806、彩虹-821、彩虹-101 等

公司在无人机和相关领域实力雄厚，从经济收入、产品和技术水平以及影响力多方面综合实力处于国内领先，全球前十。现已形成总体、结构、飞控、航电、指控、载荷应用等多专业配置齐全的研究体系，掌握完全自主知识产权的核心技术。目前，公司产品成功获得大量国际、国内市场订单，是我国首家实现无人机批量出口且出口量最大的单位。公司在国际舞台上与美国、以色列、欧洲等国的大型企业同台竞技，近十年销售额累计数已处于全球军贸市场前三位。

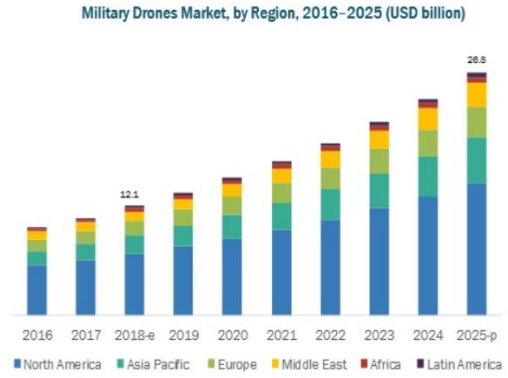
据 droneii 报告，2018 年全球无人机市场规模为 141 亿美元，预计到 2024 年全球无人机市场规模将达 431 亿美元，复合增长率为 20.5%。其中军用无人机市场不容忽视，据 marketsandmarkets 数据，2018 年军用无人机市场规模达 12.1 亿美元，至 2025 年市场规模将达 26.8 亿美元。

图 9：2016-2020 年全球无人机市场规模及预测（亿美元）



资料来源：droneii 官网，天风证券研究所

图 10：2025 年全球军用无人机市场将达到 268 亿美元



资料来源：marketsandmarkets 官网，天风证券研究所

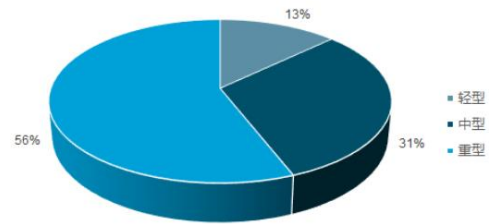
美国作为无人机数量最多、技术最发达的国家，对无人机的实战应用也走在世界前列。自二十世纪六七十年代开始，美国就在实际作战中使用无人机，从越南战争、海湾战争主要用于情报搜集，到阿富汗战争中察打一体，再到伊拉克战争中的多样化应用，无人机承担的功能越来越多。

图 11：1998-2019 年美军无人机采购金额及预测图



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

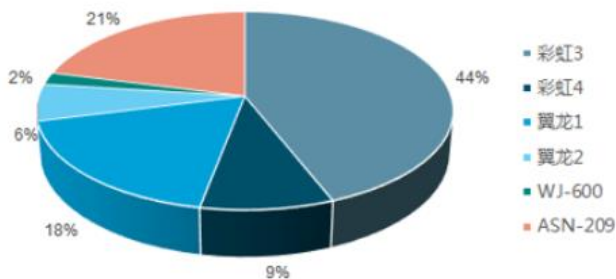
图 12：各尺度无人机占比图



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

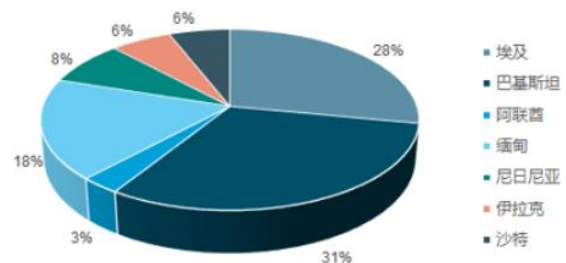
军用无人机所具备的人力节省、减少伤亡和功能扩展等优势，为无人机在军事领域的发展提供了坚实的支撑。从全球范围来看，军用无人机的地位越来越突出。随着无人机在中东战场上大放异彩，无人机成为世界各国重点关注的对象。对于地处局势动荡、战争频发的地区的国家，无人机更是亟需装备。中国无人机凭借优异的性能和较低的价格，迅速成为无人机市场的宠儿。

图 13：我国军用无人机出口产品结构图



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 14：我国无人机主要出口国占比图



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

目前军用无人机的典型用途包括模拟飞行器、情报侦察、军事打击、信息对抗、通信中继、空中预警等。军事领域无人机具有用途多、生存能力强、作战环境要求低等优点，是信息战和网络中心战的重要装备。无人机在军事领域的成功应用，也揭开了以智能化远程攻击武器为主导的非接触战争的新篇章。我们认为，公司作为全球军贸市场排名前三的无人机

批量出口公司，有望充分受益全球无人机在军用领域的发展。

3.2. 膜业务：我国最大电容器薄膜制造商，望迎新能源车/超级电容机遇

公司是我国最大的电容器专用电子薄膜制造企业之一，一直致力于电容器用薄膜、太阳能电池背材膜、光学膜领域的工艺技术创新和新产品研发，现有产品包括电容器薄膜、太阳能电池背材膜、光学膜、锂离子电池隔膜四个板块。

表 1：公司电子薄膜业务发展情况

业务板块	产能	主要应用
电容器薄膜	年产 16,000 吨电容器用聚丙烯薄膜 年产 5,000 吨电容器用聚酯薄膜	电子、家电、通讯、电力、电气化铁路、混合动力汽车、风力发电、太阳能发电等。
太阳能电池背材膜	年产 55,000 吨太阳能电池背材膜 年产 20,000 吨光学级聚酯薄膜	位于太阳能电池组件背面的光伏封装材料，在户外环境下保护太阳能电池组件抵抗光、湿、热等环境影响因素对 EVA 胶膜、电池片等材料的侵蚀。
光学膜	年产 20,000 吨光学基膜 年产 1.6 万吨光学膜涂布项目一期工程正在进行	主要应用于高端液晶显示器材背光膜组、抗静电保护膜、触摸屏保护膜、汽车玻璃隔热贴膜等。
锂离子电池隔膜	年产 9,000 万平方米锂电池隔膜	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 便携装置用储能电池：主要应用在 3C 产品（即计算机、通讯和消费电子产品）和电动工具等领域； ➢ 动力电池：主要应用在新能源汽车、航天航空等领域。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与假设

根据前文分析从无人机/膜业务的前景、公司的领先地位来看，未来公司的竞争压力较小，其业绩将由自身的成长能力所决定。预计公司在 2019-2021 年的营收增速为 16.9%/22.6%/22.2%，对应的营收分别为 31.79/38.99/47.65 亿元，毛利率为 28.2%/31.6%/32.4%（详细拆分见图 6-7）。按此假设进行计算，公司的归母净利润为 2.11/5.11/6.56 亿元，EPS 为 0.22/0.54/0.69 元，P/E 为 65.60/27.10/21.10x。

0.54*39.70=21.44 元，首次覆盖给予买入评级。

我们采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司作为新材料业务和无人机研发制造双主业发展标杆，其对应标的包括中航沈飞、中直股份、菲利华、中航高科、中简科技。

图 15：采用 PE 可比估值法进行估值

股票代码	股票简称	总市值(亿元)	2020年净利润e	2020PE e
600760.SH	中航沈飞	410.45	11.00	37.31
600038.SH	中直股份	263.73	7.98	33.03
300395.SZ	菲利华	92.42	2.66	34.70
600862.SH	中航高科	186.53	3.98	46.90
300777.SZ	中简科技	147.20	2.09	70.34
加权均值				39.70

资料来源：Wind，天风证券研究所

截至 2 月 21 日可比公司 2020 年 PE 预测值加权均值为 39.70x，公司目标价为 39.70*0.54=21.44 元，当日收盘价 14.63 元，尚有 46.5%空间，首次覆盖给予买入评级。

5. 风险提示

公司为我国无人机产品出口领先企业，如国外客户需求放缓，则公司无人机业务有下行风险、存在增长放缓可能。此外，公司虽为我国电容膜领先企业，但超级电容膜仍存在市场竞争加剧的风险；最后 EV 电池技术可能会出现变动，如干电池技术普遍推广，公司相关业务存在一定程度技术路线选择导致的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	390.80	531.01	959.41	1,240.01	1,764.68
应收票据及应收账款	1,367.69	1,909.05	1,976.27	2,572.25	2,933.49
预付账款	51.76	71.73	80.34	90.11	106.60
存货	442.78	501.93	575.21	669.81	796.61
其他	476.61	250.42	196.55	164.92	136.79
流动资产合计	2,729.63	3,264.13	3,787.79	4,737.10	5,738.17
长期股权投资	17.41	11.93	11.93	11.93	11.93
固定资产	1,662.46	1,881.44	1,962.75	1,991.72	2,062.15
在建工程	840.59	500.96	336.58	249.95	179.97
无形资产	1,535.74	1,445.38	1,362.24	1,279.10	1,195.97
其他	750.69	834.16	832.83	831.12	829.34
非流动资产合计	4,806.89	4,673.87	4,506.34	4,363.82	4,279.35
资产总计	7,536.52	7,938.01	8,294.12	9,100.92	10,017.52
短期借款	425.98	472.19	500.00	520.00	540.00
应付票据及应付账款	684.69	807.11	967.00	1,211.78	1,470.69
其他	147.23	149.95	149.76	175.96	179.35
流动负债合计	1,257.90	1,429.26	1,616.76	1,907.75	2,190.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	151.18	140.37	113.50	135.01	129.62
非流动负债合计	151.18	140.37	113.50	135.01	129.62
负债合计	1,409.08	1,569.63	1,730.26	2,042.76	2,319.67
少数股东权益	151.92	149.79	169.95	209.77	267.47
股本	947.17	946.06	946.06	946.06	946.06
资本公积	4,765.29	4,776.67	4,776.67	4,776.67	4,776.67
留存收益	5,026.13	5,260.36	5,447.85	5,902.32	6,484.32
其他	(4,763.06)	(4,764.51)	(4,776.67)	(4,776.67)	(4,776.67)
股东权益合计	6,127.44	6,368.38	6,563.86	7,058.16	7,697.86
负债和股东权益总	7,536.52	7,938.01	8,294.12	9,100.92	10,017.52

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	195.88	263.67	211.00	510.70	656.12
折旧摊销	88.01	264.08	276.21	300.80	332.70
财务费用	5.26	22.45	14.77	11.43	7.28
投资损失	(1.85)	(9.16)	(14.00)	(13.00)	(10.00)
营运资金变动	(6.14)	(328.48)	37.61	(373.63)	(217.87)
其它	(123.88)	(253.28)	20.16	39.82	57.70
经营活动现金流	157.29	(40.72)	545.75	476.11	825.92
资本支出	2,161.46	21.47	136.87	138.48	255.39
长期投资	1.05	(5.48)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,368.84)	222.38	(232.87)	(285.48)	(495.39)
投资活动现金流	(206.33)	238.37	(96.00)	(147.00)	(240.00)
债权融资	425.98	472.19	501.29	520.43	540.57
股权融资	2,795.45	(17.32)	(26.81)	(11.31)	(7.16)
其他	(2,964.86)	(484.60)	(495.83)	(557.64)	(594.68)
筹资活动现金流	256.57	(29.73)	(21.35)	(48.52)	(61.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	207.52	167.92	428.40	280.60	524.67

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,446.74	2,718.85	3,178.89	3,898.73	4,764.59
营业成本	1,013.09	1,966.54	2,281.00	2,667.89	3,218.97
营业税金及附加	5.35	22.34	22.89	26.51	31.92
营业费用	13.55	57.31	64.21	76.81	97.20
管理费用	88.69	202.22	232.38	280.71	346.86
研发费用	89.51	139.70	159.26	194.94	241.56
财务费用	15.34	37.66	14.77	11.43	7.28
资产减值损失	6.97	34.44	145.00	25.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.85	9.16	14.00	13.00	10.00
其他	(4.62)	(63.38)	(28.00)	(26.00)	(20.00)
营业利润	217.00	312.87	273.38	628.45	810.79
营业外收入	0.34	0.38	0.50	10.00	15.00
营业外支出	0.04	11.98	10.00	10.00	10.00
利润总额	217.30	301.27	263.88	628.45	815.79
所得税	21.42	37.60	32.72	77.93	101.97
净利润	195.88	263.67	231.16	550.52	713.82
少数股东损益	9.17	21.87	20.16	39.82	57.70
归属于母公司净利润	186.70	241.80	211.00	510.70	656.12
每股收益(元)	0.20	0.26	0.22	0.54	0.69

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.19%	87.93%	16.92%	22.64%	22.21%
营业利润	41.30%	44.18%	-12.62%	129.88%	29.02%
归属于母公司净利润	52.07%	29.51%	-12.74%	142.04%	28.48%
获利能力					
毛利率	29.97%	27.67%	28.25%	31.57%	32.44%
净利率	12.91%	8.89%	6.64%	13.10%	13.77%
ROE	3.12%	3.89%	3.30%	7.46%	8.83%
ROIC	6.00%	5.03%	4.12%	9.45%	11.61%
偿债能力					
资产负债率	18.70%	19.77%	20.86%	22.45%	23.16%
净负债率	0.57%	-0.92%	-6.98%	-10.20%	-15.90%
流动比率	2.17	2.28	2.34	2.48	2.62
速动比率	1.82	1.93	1.99	2.13	2.26
营运能力					
应收账款周转率	1.49	1.66	1.64	1.71	1.73
存货周转率	4.32	5.76	5.90	6.26	6.50
总资产周转率	0.25	0.35	0.39	0.45	0.50
每股指标(元)					
每股收益	0.20	0.26	0.22	0.54	0.69
每股经营现金流	0.17	-0.04	0.58	0.50	0.87
每股净资产	6.32	6.57	6.76	7.24	7.85
估值比率					
市盈率	74.13	57.24	65.60	27.10	21.10
市净率	2.32	2.23	2.16	2.02	1.86
EV/EBITDA	49.29	16.21	23.70	13.99	11.05
EV/EBIT	62.77	25.76	46.42	20.56	15.54

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com