

# 上海沪工 (603131)

证券研究报告

2020年02月16日

## 焊接切割领域龙头企业，深入布局航天军工

### 焊接、切割行业龙头企业之一，加速布局航天军工领域

公司是中国特大焊接与切割设备研发和制造基地，主要业务分为“智能制造”与“航天军工”两大板块。智能制造板块，主要从事焊接与切割设备的研发、生产及销售，是国内规模最大的焊接与切割设备制造商之一，具有全系列产品生产能力。航天军工板块，公司以航天华宇为平台，从事航天军工系统装备设计、研发、生产、装配和试验测试服务。同时设立沪航卫星，主要从事商业卫星总装集成、航天产品核心部件设计及制造等服务。

### 经营业绩持续向好，弧焊设备为主要收入来源

2015-2018年，公司收入规模持续上升。2018年公司实现营业收入8.64亿元，同比+21.22%；净利润0.76亿元，同比+5.05%；归母净利润0.74亿元，同比+8.46%。其中，弧焊设备制造业务营业收入占公司总营收75.12%，为公司主要收入来源。2015-2018年，弧焊设备营业收入持续上升，CAGR达到20.04%。

### 受益于卫星产业发展，拥抱运载火箭和商业卫星蓝海市场

2018年公司出资设立子公司沪航卫星，携手航天八院旗下子公司上海利正进军商业卫星市场。沪航卫星负责商业卫星AIT（总装、测试及实验）生产线建设运营、商业卫星配套部件研制、配合完成商业卫星制造。全球太空进入平民化时代，望倒逼我国卫星互联网星座启动计划，2027年市场达500亿元。沪航卫星未来有望受益卫星互联网产业趋势发展。

### 收购航天华宇，军工产业或受益于武器装备需求放量

2018年公司完成对航天华宇100%股权的收购，主要从事航天军工系统装备设计、研发、生产、装配和试验测试服务。2015-2017年航天华宇军品收入占公司总收入的87.64%、90.20%、96.85%，军品保持稳定高占比，未来随着我国武器装备费用快速增长，航天华宇收入有望增加。

### 焊接切割设备市场稳定增长，自动化替代前景广阔

焊接技术作为装备制造业核心技术需求稳定，全球焊接设备市场容量逐年上升。随着我国工业化程度的不断提高，制造业保持上升态势，焊割市场也将快速发展。公司产品线齐全，产品种类丰富，未来公司将充分受益焊割设备市场的稳定增长。我国工业自动化仍然处于初级阶段，未来改善需求旺盛，工业自动化空间巨大，2017年公司收购上海药星机器人，主动把握自动化机器人趋势，近年自动化板块营收增速快。

**盈利预测与评级：**预计公司主营业务将维持稳定增长，子公司航天相关业务有望受益卫星互联网产业趋势变化。19-21年营收增速29.1%/23.4%/28.4%，营收11.15/13.76/17.66亿元，净利润1.2/1.76/2.42亿元，EPS为0.38/0.55/0.76元，PE为65.5/44.8/32.6x，采用相对估值，2019可比公司PE加权均值90.1x，目标价格0.38\*90.1=34.24元，首次覆盖给予买入评级。

**风险提示：**公司卫星业务未来交付放缓，卫星互联网行业增速低于预期，我国卫星发射能力技术进展放缓等。

| 财务数据和估值     | 2017   | 2018   | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 712.59 | 863.80 | 1,115.02 | 1,376.11 | 1,766.48 |
| 增长率(%)      | 42.48  | 21.22  | 29.08    | 23.42    | 28.37    |
| EBITDA(百万元) | 136.29 | 119.50 | 138.56   | 199.10   | 275.01   |
| 净利润(百万元)    | 68.44  | 74.23  | 120.08   | 175.59   | 241.52   |
| 增长率(%)      | (1.18) | 8.46   | 61.77    | 46.22    | 37.55    |
| EPS(元/股)    | 0.22   | 0.23   | 0.38     | 0.55     | 0.76     |
| 市盈率(P/E)    | 114.99 | 106.02 | 65.54    | 44.82    | 32.59    |
| 市净率(P/B)    | 12.05  | 7.81   | 6.63     | 6.01     | 5.33     |
| 市销率(P/S)    | 11.04  | 9.11   | 7.06     | 5.72     | 4.46     |
| EV/EBITDA   | 27.80  | 26.06  | 53.51    | 37.05    | 26.43    |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |           |
|-------|-----------|
| 行业    | 机械设备/通用机械 |
| 6个月评级 | 买入（首次评级）  |
| 当前价格  | 24.75元    |
| 目标价格  | 34.24元    |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 317.97      |
| 流通A股股本(百万股) | 70.00       |
| A股总市值(百万元)  | 7,869.86    |
| 流通A股市值(百万元) | 1,732.50    |
| 每股净资产(元)    | 3.68        |
| 资产负债率(%)    | 19.82       |
| 一年内最高/最低(元) | 31.00/12.47 |

### 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. 我国焊接切割行业龙头企业之一，加速布局航天军工领域    | 4  |
| 1.1. 焊接切割领域深耕多年，产品年出口创汇多年居行业前列  | 4  |
| 1.2. 经营业绩稳步发展，弧焊设备为主要收入来源       | 5  |
| 1.3. 焊接切割为基础，智能制造+航天军工双动力业务布局初显 | 7  |
| 2. 受益于卫星产业大发展，拥抱运载火箭和商业卫星蓝海市场   | 8  |
| 2.1. 全球太空进入平民化时代，卫星制造、火箭发射行业受益。 | 8  |
| 2.2. 航天科技八院子公司唯一合作商，高起点布局商业卫星领域 | 10 |
| 3. 收购航天华宇，军工产业或受益于武器装备需求放量      | 10 |
| 4. 焊接切割设备市场稳定增长，自动化替代前景广阔       | 12 |
| 4.1. 焊接切割设备市场增长稳定               | 12 |
| 4.2. 工业自动化空间巨大                  | 14 |
| 5. 盈利预测及假设                      | 15 |
| 6. 风险提示                         | 16 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：公司发展大事记                        | 4  |
| 图 2：公司股权结构                         | 4  |
| 图 3：公司 2015-2019 年营业收入及增速          | 5  |
| 图 4：公司 2015-2019 年归母净利润及增速         | 5  |
| 图 5：2018 年公司营业收入地区分布               | 5  |
| 图 6：2015-2018 年公司出口营业收入            | 5  |
| 图 7：2018 年公司各业务营业收入占比              | 6  |
| 图 8：2015-2018 年公司弧焊设备营业收入及增速       | 6  |
| 图 10：公司 2015-2018 年期间费用率           | 6  |
| 图 11：2015-2018 年公司经营性现金流净额         | 6  |
| 图 12：2015-2018 年公司负债率              | 6  |
| 图 12：2018 年卫星产业收入占比情况              | 8  |
| 图 13：2016-2018 全球卫星制造和火箭发射市场收入情况   | 8  |
| 图 14：Starlink 星座示意图                | 9  |
| 图 15：航天科技集团鸿雁星座示意图                 | 9  |
| 图 16：SpaceX 将于 2 月 15 日发射 60 颗星链卫星 | 9  |
| 图 17：Starlink 累计发射数量（预计）           | 9  |
| 图 18：2018 年中国研制的航天器质量分布            | 10 |
| 图 19：我国卫星通信市场规模                    | 10 |
| 图 22：2015-2018 年航天华宇归母净利润及增速       | 11 |
| 图 23：2015-2017 年航天华宇军民业务营业收入情况     | 11 |

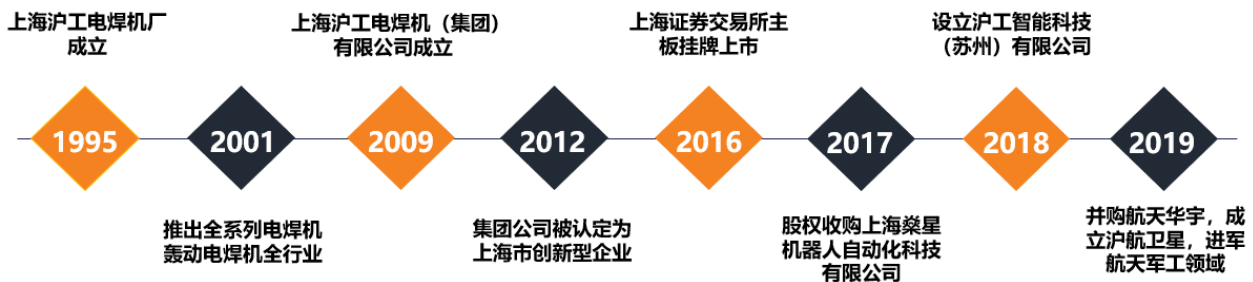
|   |    |
|---|----|
| 图 24: 各国国防支出占 GDP 比重 .....                | 11 |
| 图 25: 我国国防支出构成 .....                      | 12 |
| 图 26: 俄罗斯国防支出构成.....                      | 12 |
| 图 14: 全球焊割设备市场容量 .....                    | 12 |
| 图 15: 焊割设备行业销售收入及 YoY .....               | 13 |
| 图 16: 焊割设备产成品及 YoY .....                  | 13 |
| 图 17: 焊接设备产品销量占比.....                     | 13 |
| 图 18: 2019-2023 逆变焊接产品市场容量预测.....         | 13 |
| 图 19: 全球工业机器人销量及 YoY .....                | 14 |
| 图 20: 世界国家工业机器人密度 .....                   | 14 |
| 图 21: 2015-2020 中国机器人市场规模.....            | 14 |
| 图 33: 2015A-2021E 公司分板块营收、营业成本及毛利润情况..... | 15 |
| 图 34: 2015A-2021E 公司分板块营收增速及毛利率情况.....    | 15 |
| 图 33: 两家可比公司 2019 年 PE 估值万得一致预期.....      | 15 |
| <br>                                      |    |
| 表 1: 智能制造业务板块主要产品及示意图.....                | 7  |
| 表 2: 子公司河北成航主要业务及简介 .....                 | 11 |

## 1. 我国焊接切割行业龙头企业之一，加速布局航天军工领域

### 1.1. 焊接切割领域深耕多年，产品年出口创汇多年居行业前列

上海沪工是我国特大焊接与切割设备研发和制造基地，是焊接、切割行业的龙头企业之一。公司在焊接、切割、自动化成套设备等方面掌握核心技术，业务与服务覆盖全球大多数国家和地区，产品年出口创汇量连续多年居行业前列，广泛应用于航空航天器、大型设备、大型风力发电装置、机械和特种装备制造、大型锅炉、大型管道野外施工、石油天然气工程、化工、航海造船等多种领域。公司成立于1995年12月，2016年6月在上交所上市。

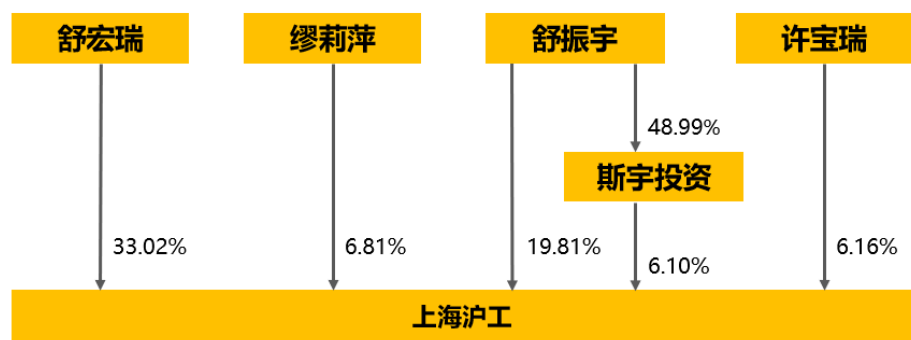
图 1：公司发展大事记



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司股权较为集中，有利于进行管理决策。公司控股股东为舒宏瑞，实际控制人为舒宏瑞、舒振宇及缪莉萍。其中，舒宏瑞与缪莉萍系夫妻关系，舒振宇为舒宏瑞与缪莉萍之子。据公司 2019 年三季报披露，舒宏瑞持有公司 33.02% 股权，舒振宇直接持有 19.81% 股权，并通过斯宇投资间接持有 2.99% 的股权，缪莉萍持有 6.81% 股权。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

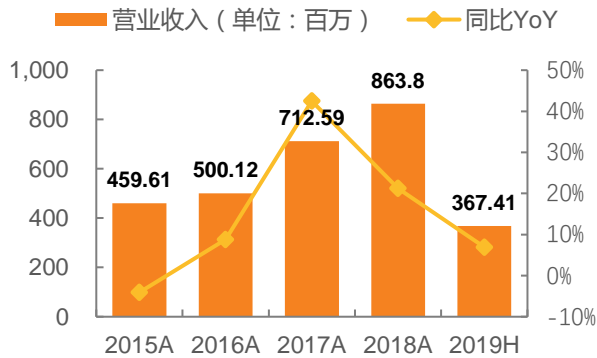
公司业务主要由“智能制造”与“航天军工”两大板块构成。在智能制造业务板块，公司主要从事焊接与切割设备的研发、生产及销售，是国内规模最大的焊接与切割设备制造商之一，具有全系列产品生产能力。航天军工业务板块主要以北京航天华宇科技有限公司为平台，主要从事航天军工系统装备设计、研发、生产、装配和试验测试服务。同时，公司设立上海沪航卫星科技有限公司，主要从事商业卫星总装集成、航天产品核心部件设计及制造等服务。

## 1.2. 经营业绩稳步发展，弧焊设备为主要收入来源

自 2015 年以来，公司收入规模持续增长。据公司 2018 年年报披露，公司报告期内实现营业收入 8.64 亿元，同比增长 21.22%；实现净利润 0.76 亿元，同比增长 5.05%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.74 亿元，同比上升 8.46%，主要是外销、内销市场进一步得到拓展及合并范围子公司增加所致。

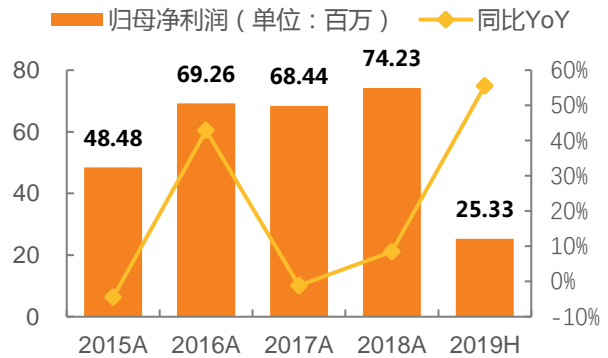
2019 年公司的智能制造和航天业务两大板块在稳步有序的推进。截至 2019 年第二季度，公司实现营业收入 3.67 亿元，较上年同期增长 6.91%；归属于上市公司股东的净利润 0.25 亿元，较上年同期增长 55.55%；归属上市公司股东的净资产 11.53 亿元，较年初增长 14.50%

图 3：公司 2015-2019 年营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

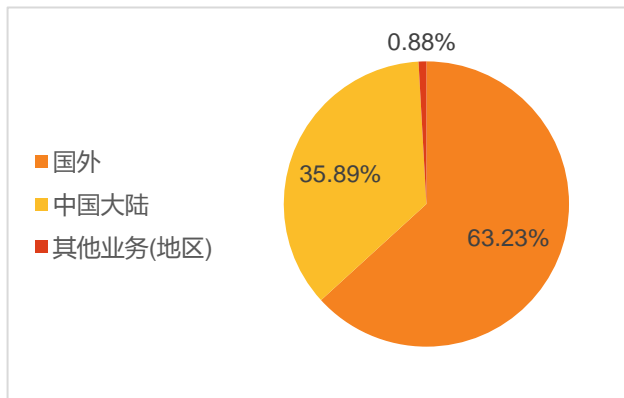
图 4：公司 2015-2019 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

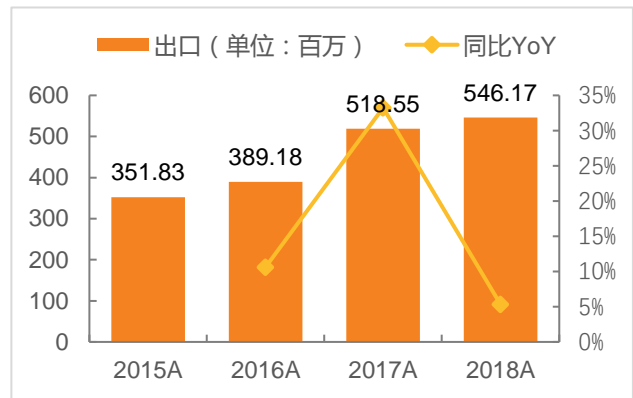
从地区来看，公司营业收入主要来源于国外，近几年营业收入持续增长。2018 年公司国外部分营业收入占比达到 63.23%，为公司的主要营收来源。自 2015 年起，该部分营业收入始终保持增长态势，2015-2018 年复合增长率 15.79%。

图 5：2018 年公司营业收入地区分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

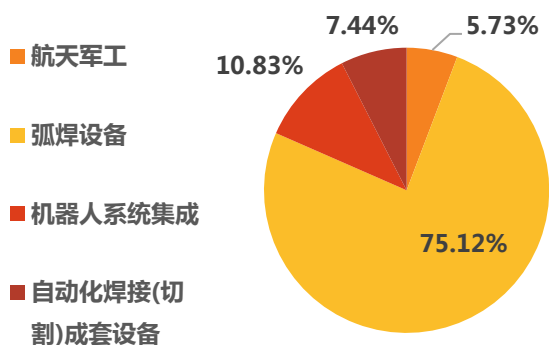
图 6：2015-2018 年公司出口营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

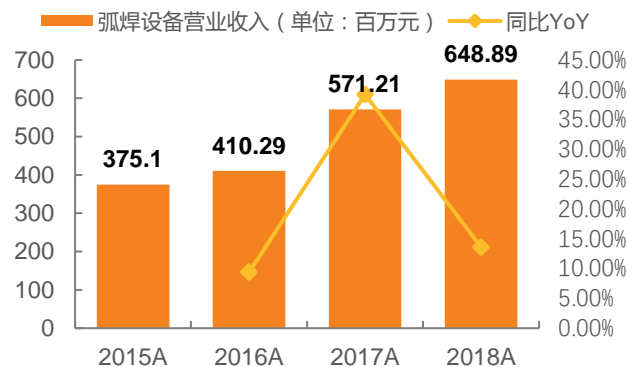
弧焊设备制造业务是公司的主要收入来源，经营业绩持续向好。据公司 2018 年年报披露，弧焊设备制造业务营业收入占公司总营收比重 75.12%，为公司主要收入来源。2015-2018 年，弧焊设备营业收入持续上升，复合增长率达到 20.04%。

图 7：2018 年公司各业务营业收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

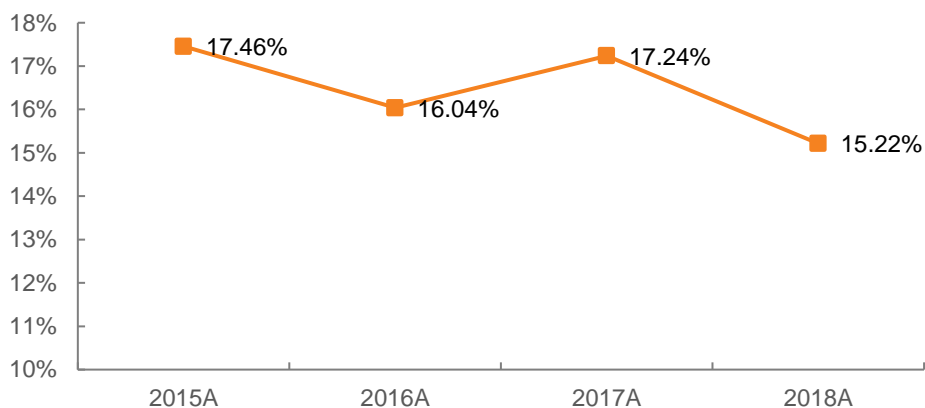
图 8：2015-2018 年公司弧焊设备营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司三项费用支出占营业收入百分比持续下降，公司降成本效果显著。公司自 2015 年至今，销售费用、管理费用与财务费用之和占总收入比重逐年下降。期间费用占比降低表明公司管理效率逐渐提升，有助于公司降低企业成本，释放利润。

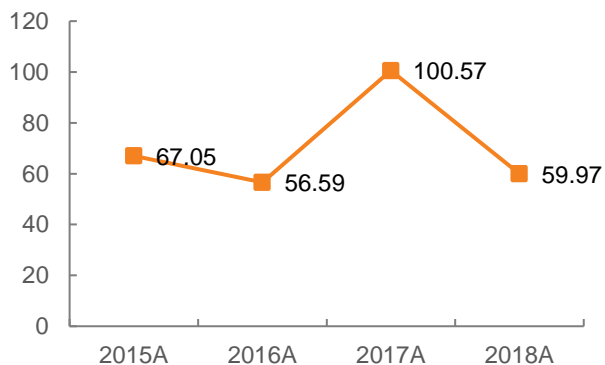
图 9：公司 2015-2018 年期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

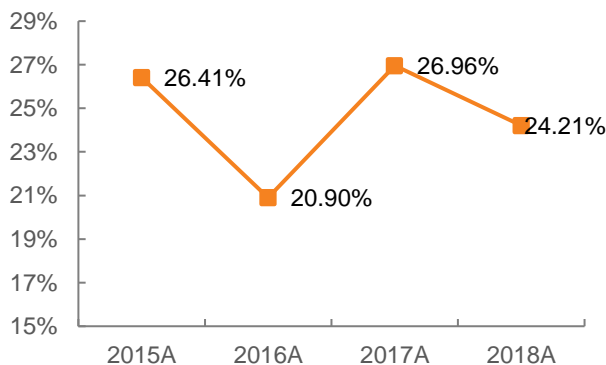
经营性现金流及负债率指标相对稳定，表明公司具备较强的营运能力。2015-2018 年，公司经营性现金流净值始终保持为正。与此同时，公司负债率稳定维持在 20%-30% 区间。良好的经营性现金流与负债率表明公司经营情况良好。

图 10：2015-2018 年公司经营性现金流净额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2015-2018 年公司负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所



### 1.3. 焊接切割为基础，智能制造+航天军工双动力业务布局初显

公司业务主要由两大板块构成，即“智能制造”与“航天军工”。

在智能制造业务板块，公司主要从事焊接与切割设备的研发、生产及销售，是国内规模最大的焊接与切割设备制造商之一，具有全系列产品生产能力。主要产品包括气体保护焊机、氩弧焊机、手工弧焊机、埋弧焊机等弧焊设备系列产品，以及机器人焊接（切割）系统、激光焊接（切割）设备、大型专机及自动化焊接（切割）成套设备等系列产品。

表 1：智能制造业务板块主要产品及示意图

| 主要产品   | 产品介绍  | 示意图   |
|--------|---|---|
| 工业焊接设备 | 工业焊接设备是以高效、持久、环保的工业“芯”动力制造。广泛用于工程机械、造船、汽车、钢结构、石油化工、液压锅炉、能源环保等领域。可以满足中、大型专业客户对焊接设备的需求。           |    |
| 通用焊接设备 | 通用焊接设备是以逆变技术为主，使用安全、方便。通用焊接设备节能、环保、轻便，广泛用于装饰装修、机械维修、建筑等领域，是中、小企业设备采购首选。                         |    |
| 机器人系统  | 机器人系统是以焊接机器人系统和切割机器人系统为主。机器人集成系统是能够提高产品质量及生产效率、减轻劳动者工作强度、降低生产成本的自动化设备。机器人集成系统被广泛应用到机械制造、汽车工业等领域 |   |
| 激光设备   | 激光切割机是中薄板金属材料加工的首选机型，该设备具有卓越的切割质量、极高的切割速度、优异的机床稳定性、极低的运行成本以及强大的适应能力。常用于切割碳钢、不锈钢、合金钢、钛合金等领域      |  |
| 数控切割设备 | 数控切割设备主要以平面切割和管道切割为主。产品包括数控火焰切割机、数控等离子切割机、相贯线切割机等系列产品。其产品广泛应用于工程机械、造船、汽车、钢结构、石油化工、液压锅炉等领域       |  |
| 焊割耗材   | 焊割耗材包括焊丝、焊枪、割枪及割嘴等焊割耗材。沪工提供高品质的焊割耗材给广大客户。   |  |

资料来源：公司官网，天风证券研究所

航天军工业务板块主要以北京航天华宇科技有限公司为平台，主要从事航天军工系统装备设计、研发、生产、装配和试验测试服务。航天华宇下属全资子公司河北诚航是国内航天与国防装备零部件制造商，拥有“四证齐全”的军工类生产企业。主营业务是航天军工系统装备的生产，包括航天飞行器结构件和直属件的生产、装配和试验测试，是我国多家航天军工单位的装备零部件制造服务商，其制造的部件主要为导弹和运载火箭的结构件和直属件。

公司设立上海沪航卫星科技有限公司，主要从事商业卫星总装集成、航天产品核心部件设计及制造等服务。公司拥有该领域国内高标准建设的生产场地，是国内少数具有 500kg 以上卫星 AIT 场地的民营卫星公司。沪航卫星控股子公司上海璩宇机电有限公司成立于 2013 年，是一家以卫星电子装联、热控实施、射频组件生产的产品供应商，用户广泛分布于以卫星任务研制为主的航天军工单位中。

## 2. 受益于卫星产业大发展，拥抱运载火箭和商业卫星蓝海市场

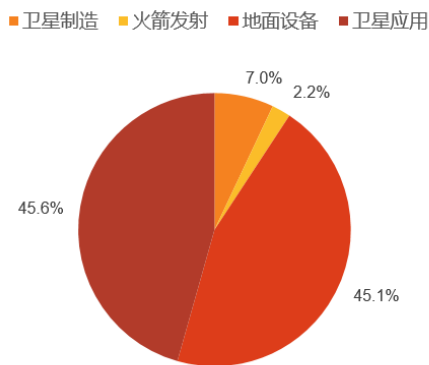
2018 年公司出资 8,000 万元设立全资子公司上海沪航卫星科技有限公司，携手航天科技八院高起点进军商业卫星市场。沪航卫星作为公司的卫星业务平台，是在公司与上海卫星工程研究所展开商业卫星业务合作的基础上设立，并作为其唯一供应商负责商业卫星 AIT（总装、测试及实验）及核心部件的研制业务，通过设立联合实验室的形式，构建“产学研”合作平台，不断地培养出优秀人才，推进新技术、新工艺、新产品的研究和开发，共享研究成果，增强公司在国内外市场的竞争力。

### 2.1. 全球太空进入平民化时代，卫星制造、火箭发射行业受益。

全球卫星行业方兴未艾，2018 年全球卫星产业总产值 2774 亿美元，分为卫星制造、火箭发射、卫星应用、地面设备四大部分。根据美国卫星工业协会（SIA）统计数据，2018 年全球卫星行业总产值达到 2774 亿美元，2015-2018 年 CAGR 为 2.78%。在其子产业中，卫星制造业占 195 亿美元，卫星发射服务业 62 亿美元，以视频通信为主的卫星服务业为 1265 亿美元；地面设备与卫星应用收入占最高，两者总和占收入的 90%以上。

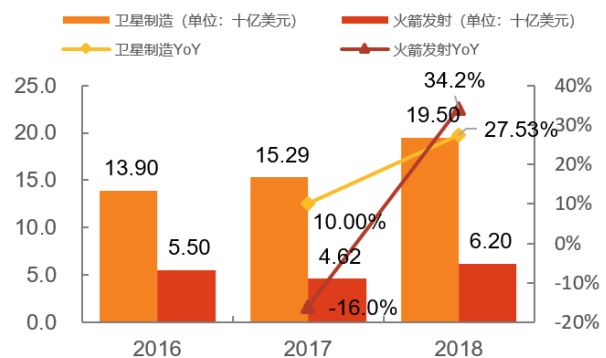
卫星制造增速显著超行业平均水平，2018 年起进入约 30%的中高速增长阶段，商业通信应用凸显。2018 年全球卫星制造产业总营收 195 亿美元，约合人民币 1345.5 亿元，同比 27.53%，产业进入快速发展轨道。

图 12：2018 年卫星产业收入占比情况



资料来源：SIA，天风证券研究所

图 13：2016-2018 全球卫星制造和火箭发射市场收入情况

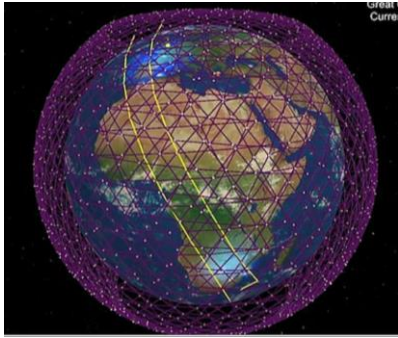


资料来源：SIA，天风证券研究所

自 2008 年 SpaceX 公司进入美国商业发射领域，全球太空时代平民化的趋势愈加明显，SpaceX 提出 1.2 万颗太空“星链”计划，并突破了一箭 60 星，火箭重复发射使用等多项关键技术，将多批测试卫星送入了太空，星链计划的卫星发射量是有史以来地球所有发射卫星数量的 2 倍、大约为现役卫星数量的 10 倍。2015 年中国探索开启商业航天的大门，虽然仍处于初创阶段，但国有航天系公司制定了鸿雁星座计划卫星 300 颗以上、虹云工程 156 颗卫星、民营灵鹊遥感星座计划 378 颗、WIFI 万能钥匙项目 272 颗卫星等大量低轨商业卫星项目，在对卫星商业化的市场需求及国家开放政策的引导下，低成本、快响的商业运载火箭和商业卫星有望成为一片蓝海市场。



图 14: Starlink 星座示意图



资料来源: 每日邮报, 天风证券研究所

图 15: 航天科技集团鸿雁星座示意图



资料来源: 环球时报, 天风证券研究所

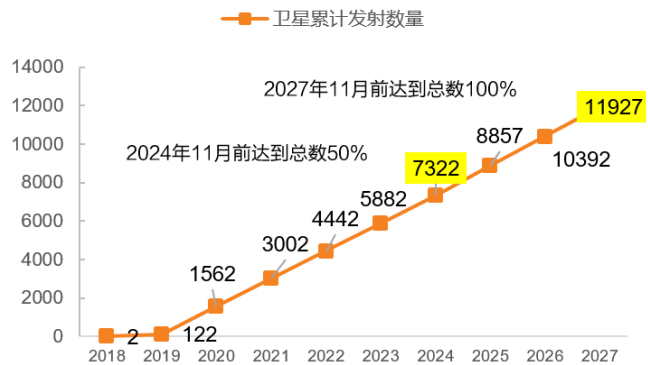
**SpaceX 正有条不紊地进行发射计划。** SpaceX 已于 2018 年 2 月 22 日发射两颗测试卫星, 并于 2019 年 5 月 24 日, 2019 年 11 月 11 日, 2020 年 1 月 7 日, 2020 年 1 月 29 日分别发射 60 颗工作卫星, 计划 2 月 15 日再次发射 60 颗卫星。公司预计 2020 年进行 24 批次发射, 假设卫星装载数量与前 5 次发射相同, 每次装载 60 颗卫星, 2020 年将共发射 1440 颗卫星。2019 年 10 月 16 日, SpaceX 向国际电信联盟 (ITU) 提交申请, 希望为其近地轨道空网络 Starlink 额外增加 3 万颗卫星。至此, **Starlink 计划的卫星总数达到了 42000 颗。**

图 16: SpaceX 将于 2 月 15 日发射 60 颗星链卫星



资料来源: Spacenews, 腾讯新闻, 天风证券研究所

图 17: Starlink 累计发射数量 (预计)



资料来源: CNN、SpaceX 官网、Spacenews, 天风证券研究所

**中国加快布局卫星互联网星座计划, 卫星制造、火箭发射行业受益。** 中国卫星互联网计划, 分为两大阵营, 一是国有央企集团, 即航天科技集团、航天科工集团下属的公司; 二是民营商业航天公司, 近年来迅速涌现和发展。

表 2: 中国主要卫星星座计划及发射卫星数量 (30 颗以上)

| 中国主要卫星星座计划及发射卫星数量 (30 颗以上) |         |                |      |
|----------------------------|---------|----------------|------|
| 序号                         | 星座名称    | 发起公司           | 卫星数量 |
| 1                          | AI 星座计划 | 银河航天           | 650  |
| 2                          | “鸿雁”星座  | 航天科技集团         | 300  |
| 3                          | 通信星座    | 深圳航星光网空间技术有限公司 | 288  |
| 4                          | 遥感星座计划  | 国星宇航           | 192  |
| 5                          | “虹云”工程  | 航天科工集团         | 156  |
| 6                          | 吉林一号    | 长光卫星技术有限公司     | 138  |
| 7                          | “行云”工程  | 航天科工集团         | 80   |
| 8                          | 天基物联网星座 | 中科天塔 九天微星      | 72   |
| 9                          | “翔云”星座  | 欧科微            | 40   |
| 10                         | “天启”星座  | 国电高科           | 36   |
| 总计                         |         |                | 1952 |

资料来源: 《“星链”星座最新发展分析》梁晓丽, 天风证券研究所

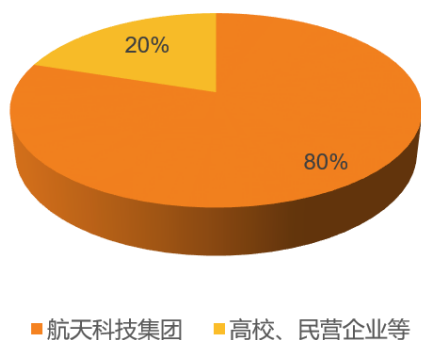
根据科技日报，目前国内已发布的星座计划达到 20 多项，这 20 多项星座计划涉及的卫星数量有 3100 多颗，假如以每颗卫星 3000 万的投入来计算，这些星座计划如果最终实现，那么截止到 2025 年我国商业卫星制造产业平均市场规模将达到 150 亿人民币。

## 2.2. 航天科技八院子公司唯一合作商，高起点布局商业卫星领域

航天科技集团主导卫星制造行业，市占率超过 80%。目前国内卫星产业市场格局为航天科技集团五院、八院主导，民营企业积极参加。根据赛迪智库无线电管理研究所 2020 年 1 月 13 日于《中国计算机报》发表文章《我国卫星通信产业发展研究》，中国航天科技集团有限公司在 2018 研制的航天器质量占全国航天器总质量占比超过 80%，其余市场由一些列高校、民营航天企业等参与。同时，预计 2025 年我国卫星通信设备行业产值将超过 500 亿元，相关设备制造市场空间巨大。

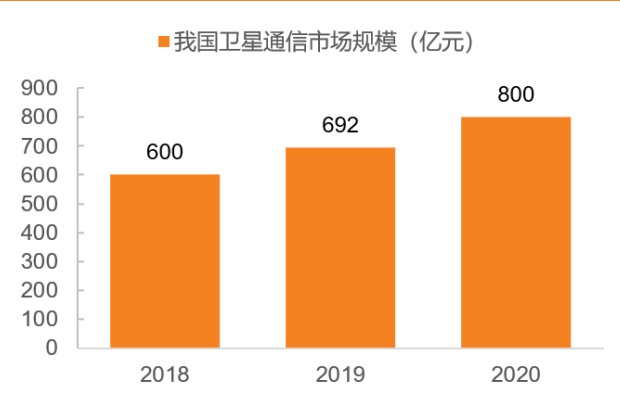
根据航天科技集团官网各分支机构官网，集团内部共有三家总体单位，分别为中国运载火箭技术研究院（航天一院）、中国空间技术研究院（航天五院）、上海航天技术研究院（航天八院），前者主要负责火箭的研发制造，后两者主要负责卫星研发和制造。

图 18：2018 年中国研制的航天器质量分布



资料来源：赛迪智库无线电管理研究所，天风证券研究所

图 19：我国卫星通信市场规模



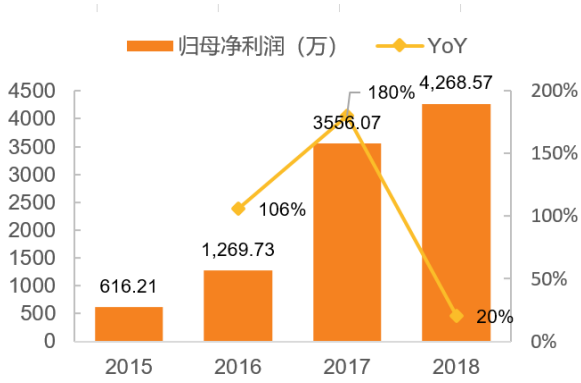
资料来源：《中国卫星通信产业发展白皮书》，天风证券研究所

上海沪工子公司沪航卫星合作方上海利正卫星应用技术有限公司为航天科技八院子公司。上海利正负责商业卫星市场开拓、项目立项和抓总研制，负责商业卫星及其配套部件的方案论证和设计开发，沪航卫星负责商业卫星 AIT（总装、测试及实验）生产线的建设和运营，负责商业卫星配套部件的研制、配合完成商业卫星制造。在商业卫星的总装制造及部分核心部件的业务领域，上海利正确定沪航卫星为相关产品和服务的唯一合作商。预计未来公司将充分受益卫星互联网产业趋势所带动的卫星制造市场。

## 3. 收购航天华宇，军工产业或受益于武器装备需求放量

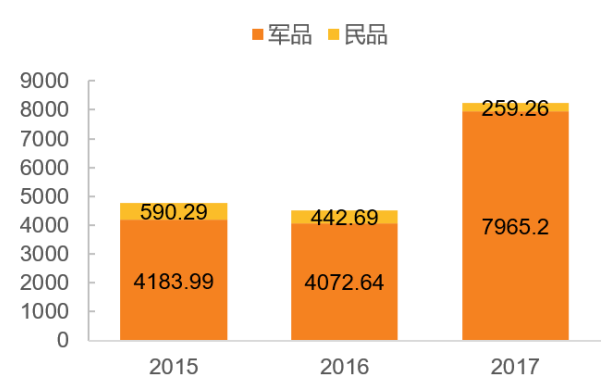
2018 年公司完成对航天华宇 100% 股权的收购。航天华宇主要从事军工领域火箭、导弹等外部结构件特殊金属材料、非金属材料的机械加工、生产及加工工艺研发。子公司河北诚航是我国航空航天与国防装备零部件制造商，主要从事航天飞行器结构件和直属件的生产、装配和试验测试，其制造的部件主要为导弹和运载火箭的结构件和直属件。2015-2017 年航天华宇军品收入占公司总收入的 87.64%、90.20%、96.85%，军品保持稳定高占比。

图 20：2015-2018 年航天华宇归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2015-2017 年航天华宇军民业务营业收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：子公司河北成航主要业务及简介

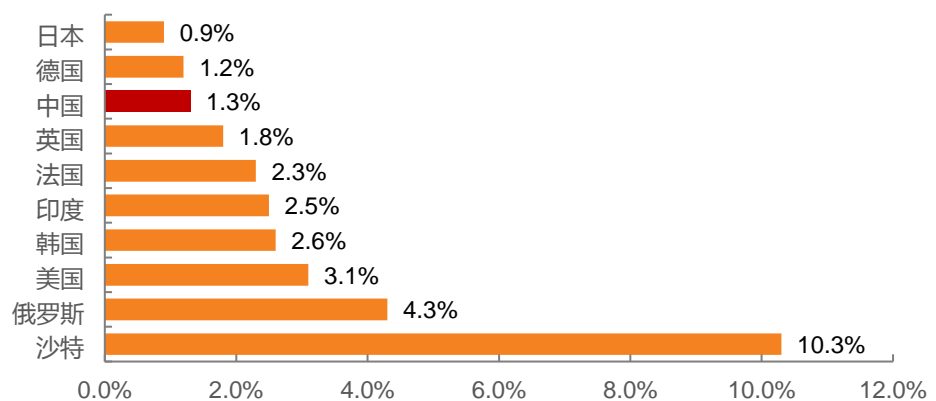
| 业务种类 | 业务名称       | 业务简介   |
|------|------------|--|
| 军品   | 结构件加工      | 构成飞行器骨架和气动外形的主要组成部分，如导弹弹体和火箭箭体等。   |
|      | 直属件加工      | 导弹和火箭内部连接各个设备，并将其固定在弹体、箭体内部的重要零件。河北成航通过精密设备加工、热处理、特种焊接、组合装配等技术手段，形成了以钛合金、铝合金、钢材料、复合材料等为加工对象的装备零部件综合制造体系。 |
|      | 协助研制新型缩比导弹 | 对于预研缩比试验类产品及在研外贸型号，河北成航主要开展协助生产、生产加工、部分装配及试验测试服务。  |
|      | 其他产品       | 各类模具、工具、夹具、型架、架车等  |
| 民品   | 小批量生产加工业务  | 如为北京地铁车辆装备有限公司提供管路系统和其他零配件的加工服务  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从行业上看，我国军费稳定增长，尚有提升空间。其中，装备费用占比逐渐增加。航天华宇军品业务有望受益于军费支出提升，产品排产或进一步增加。

从军费总量上看，我国经济总量持续增长，国防投入稳步增加，但与发达国家相比，占比仍存在提升空间。2019 年，国防军费增速 7.5%，规模达到约 1.19 万亿，连续三年突破万亿。2015-2018 年，我国军费占 GDP 比重分别为 1.29%、1.28%、1.28%、1.23%，基本保持稳定，但相比发达国家 2%~4% 的军费 GDP 占比，我国军费占 GDP 的比重仍然较低，存在上升空间。

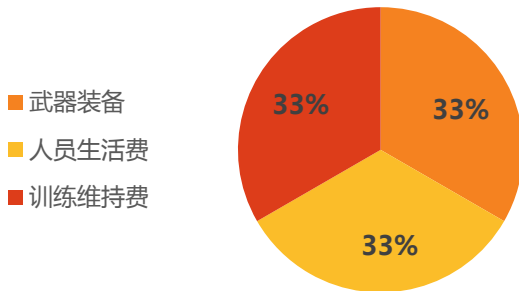
图 22：各国国防支出占 GDP 比重



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

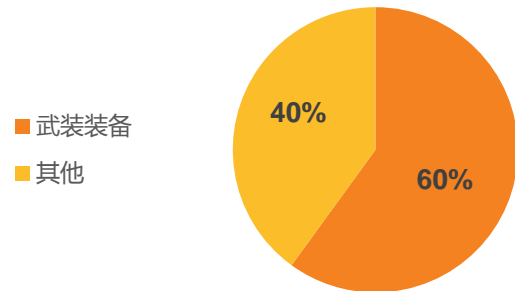
我国国防支出主要用于武器装备、人员生活费和训练维持费三部分组成，三部分支出比例基本各占三分之一。对比俄罗斯武装部队的武器装备支出占国防支出的 60%，我国武器装备支出占比仍处于较低水平。武器装备的更新换代是提高我国军队现代化的重要因素，未来占比有望提升到 40%，因此判断 2019 年，武器装备费用增长速度将高于国防支出总体增速。

图 23：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 24：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

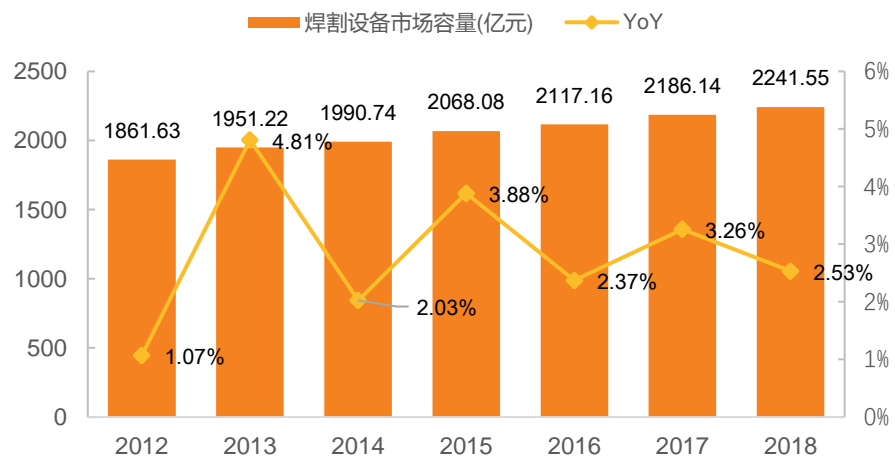
## 4. 焊接切割设备市场稳定增长，自动化替代前景广阔

### 4.1. 焊接切割设备市场增长稳定

焊割技术作为装备制造业核心技术之一，只要用到金属材料加工的工业领域，就需要焊接与切割设备，其相关产品下游应用十分广泛，包括军工、航空航天、船舶、压力容器、管道工程、石化工程、工程机械、电力工程、建筑、钢结构、车辆制造、轨道交通、轻工及民用等行业。

全球焊接设备市场容量呈现逐年上升。2010 年以来，受新兴经济体经济高速发展的驱动，全球焊接设备市场容量呈现逐年上升趋势。2017 年，全球焊接设备市场容量约为 2186.14 亿，同比增长 3.26%；2018 年全球焊割设备市场容量达到 2241.55 亿元。

图 25：全球焊割设备市场容量

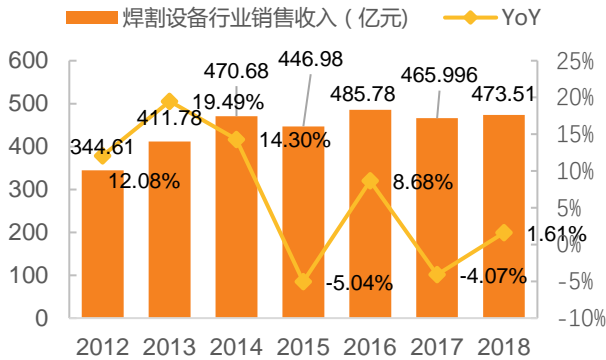


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

中国方面，中长期来看呈增长趋势。据国家统计局数据显示，2012-2015年，焊割设备行业产成品逐年上升趋势，随后2016年出现回调，2017-2018年产成品规模虽有所增长，但增长明显放缓。2018年，焊割设备行业产成品为32.04亿元，同比增长0.98%，中长期来看呈增长趋势。

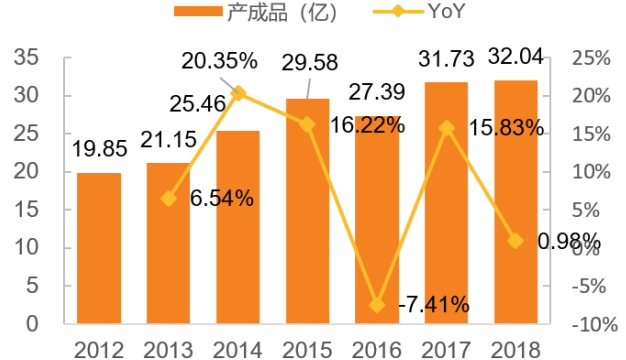
随着我国工业化程度的不断提高，国外知名企业研发本土化，产品制造加快向发展中国家转移，焊接与切割设备行业呈现快速发展的态势，我国已经发展成为全球焊接设备生产大国。2017年我国焊割设备行业销售收入达465.996亿元，2018年销售收入达473.51亿元。据调查数据显示，2018年我国焊割设备行业销售收入在473.51亿元左右。

图 26：焊割设备行业销售收入及 YoY



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 27：焊割设备产成品及 YoY



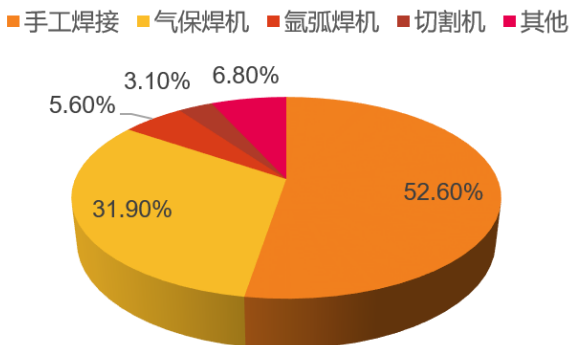
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

产品分布来看，在全球焊割设备市场中，逆变焊接设备约占65%，传统焊机约占28%。逆变焊割设备具有节能、高效的特点，是当前全球焊接设备行业的主要发展方向，其发展速度远高于传统焊割设备。

中国市场方面，随着我国经济和制造业保持上升态势，以及国家对装备制造业的调整及规划，焊接设备行业未来发展预期向好。预计到2023年我国逆变焊接产品市场容量将超过360亿元。

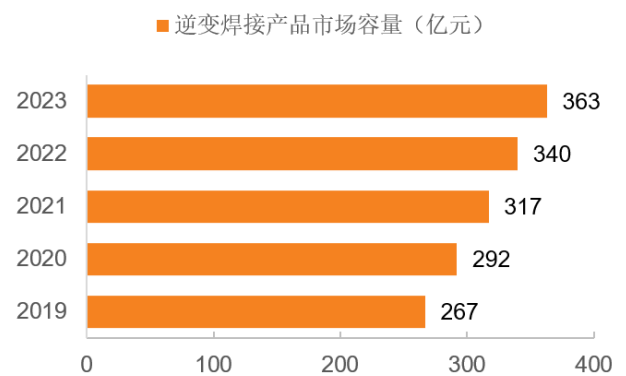
公司产品线齐全，产品种类丰富，有助于公司充分满足不同下游应用行业用户的多样性需求，并在市场竞争中占据有利地位。公司产品共有2大系列，8大类，15小类，51种机型，2037个型号，涵盖了从通用性最强的手工弧焊机到自动程度较高的气体保护焊机、氩弧焊机、埋弧焊机；既有较适合工业环境使用的非逆变式的变压器式弧焊机、可控硅式弧焊机，也有较适合轻工业、民用领域使用的逆变式弧焊机；既有标准型的焊接设备，又有大量的非标个性化焊接设备，也有专为用户定制生产的焊接专机，未来公司将充分受益焊切割设备市场的增长稳定。

图 28：焊接设备产品销量占比



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 29：2019-2023 逆变焊接产品市场容量预测



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所



## 4.2. 工业自动化空间巨大

全球工业自动化空间巨大。2018 年全球工业机器人销量合计 38.4 万台，同比增长约 1%。2017 年，全球工业机器人高速增长 29.59%，达到 38.1 万台。2018 年继续增长至 38.3 万台，创下历史新高，虽然受到宏观经济影响，增速阶段性放缓，但随着新技术的诞生和机器换人的持续推进，工业自动化的需求仍然具有巨大增长空间。

**我国工业自动化仍然处于初级阶段，未来改善需求旺盛。与世界发达国家相比我国自动化程度低**，2017 年，我国工业机器人密度为 97 台/万人，但德国日本均在 300 台/万人以上，韩国和新加坡更是达到 710 台/万人和 658 台/万人。

**我国工人工资的快速增长也给下游企业带来自动化替代人工的动力**。我国人均收入仍然保持在每年 10%左右的增速，但如美国、德国等发达国家，人均工资同比增速仅在 3%左右，足以见得我国工业自动化的投资动力未来有望持续增强。

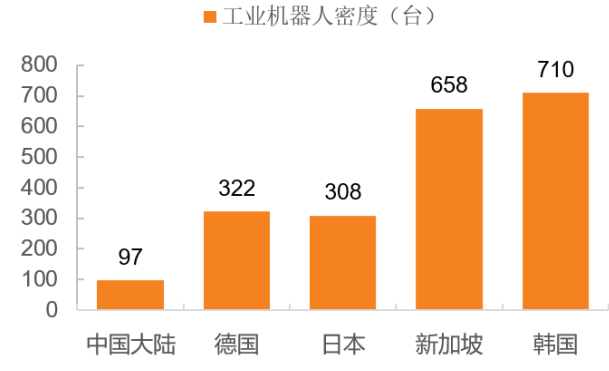
**政策支持，政府引导工业自动化发展**。世界制造业格局重塑，中国政府提出“中国制造 2025”，明确指出中国制造业升级的方向，以工业生产自动化、信息化为主线，提高工艺水平和产品质量，推进智能制造、绿色制造。为促进产业结构调整升级，政府出台多项相关政策和措施，积极引导工业自动化发展，国家政策红利凸显。

图 30：全球工业机器人销量及 YoY



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

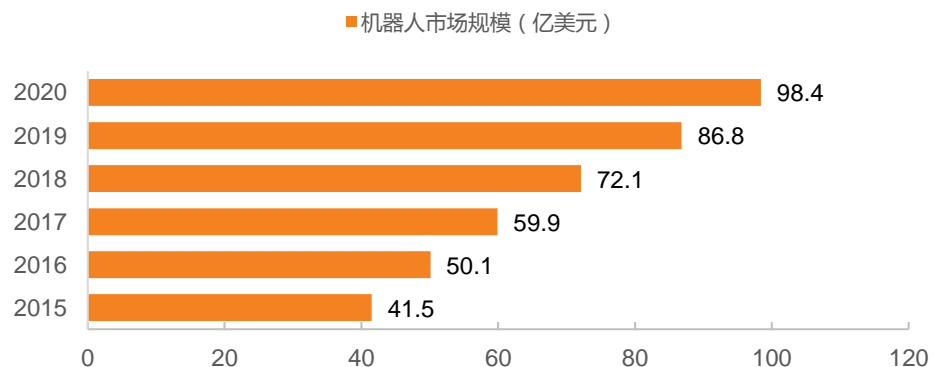
图 31：世界国家工业机器人密度



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

**收购上海燊星机器人，把握自动化机器人趋势**。公司于 2017 年以 1,404.30 万元的价格收购上海燊星机器人自动化科技有限公司 31%的股权，并增资 1,132.50 万元，股权收购和增资后，公司持有燊星机器人 51%的股权。进一步拓展了公司焊接机器人产品在汽车领域的发展，并形成技术协同效应，使公司的机器人及自动化技术研究和应用水平得到进一步提升，有效扩大公司在机器人及自动化装备市场的占有率和影响力，凸显了公司在机器人及自动化业务板块的战略布局。2017-2018 年上海沪工机器人系统集成业务营收为 0.54/0.94 亿人民币，同比 39%。

图 32：2015-2020 中国机器人市场规模



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

## 5. 盈利预测及假设

根据前文的分析我们认为，无论是从公司传统智能制造业务的前景、公司所处的行业龙头地位，还是公司航天军工业务自身所具备的良好成长性来看，未来公司的竞争压力较小，其业绩将更多由自身的成长能力所决定。因此，我们预计公司在 2019-2021 年的营收增速为 29.08%/23.42%/28.37%，营收分别为 11.15/13.76/17.66 亿元，公司整体毛利率分别为 26.78%/27%/27.3%，各板块毛利率及假设如下表所示：

图 33：2015A-2021E 公司分板块营收、营业成本及毛利润情况

| 单位：百万元        | 2015A         | 2016A         | 2017A         | 2018A         | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|               | 2015/12/31    | 2016/12/31    | 2017/12/31    | 2018/12/31    |                 |                 |                 |
| <b>营业总收入</b>  | <b>459.62</b> | <b>500.11</b> | <b>712.59</b> | <b>863.80</b> | <b>1,115.03</b> | <b>1,376.12</b> | <b>1,766.49</b> |
| 航天军工          |               |               |               | 49.46         | 98.92           | 169.15          | 321.39          |
| 弧焊设备          | 375.10        | 410.29        | 571.21        | 648.89        | 746.22          | 817.86          | 922.55          |
| 机器人系统集成       |               |               | 53.61         | 93.59         | 169.40          | 269.34          | 369.00          |
| 自动化焊接(切割)成套设备 | 26.55         | 32.17         | 46.14         | 64.25         | 90.59           | 106.90          | 136.83          |
| 附件及零配件        | 56.80         | 56.39         | 39.76         |               |                 |                 |                 |
| 其他业务          | 1.17          | 1.26          | 1.87          | 7.61          | 9.89            | 12.86           | 16.72           |
| <b>营业成本</b>   | <b>327.93</b> | <b>339.50</b> | <b>510.38</b> | <b>650.39</b> | <b>816.40</b>   | <b>1,004.55</b> | <b>1,284.16</b> |
| 航天军工          |               |               |               | 30.54         | 60.34           | 104.37          | 197.01          |
| 弧焊设备          | 264.79        | 282.11        | 407.15        | 486.07        | 541.01          | 588.86          | 669.77          |
| 机器人系统集成       |               |               | 36.62         | 78.34         | 138.91          | 221.40          | 302.95          |
| 自动化焊接(切割)成套设备 | 17.01         | 20.58         | 35.11         | 50.64         | 70.21           | 82.21           | 104.40          |
| 附件及零配件        | 45.91         | 36.22         | 30.93         |               |                 |                 |                 |
| 其他业务          | 0.22          | 0.59          | 0.57          | 4.80          | 5.94            | 7.72            | 10.03           |
| <b>毛利润</b>    | <b>131.69</b> | <b>160.61</b> | <b>202.21</b> | <b>213.41</b> | <b>298.62</b>   | <b>371.57</b>   | <b>482.32</b>   |
| 航天军工          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 18.92         | 38.58           | 64.79           | 124.38          |
| 弧焊设备          | 110.31        | 128.18        | 164.06        | 162.82        | 205.21          | 229.00          | 252.78          |
| 机器人系统集成       | 0.00          | 0.00          | 16.99         | 15.25         | 30.49           | 47.94           | 66.05           |
| 自动化焊接(切割)成套设备 | 9.54          | 11.59         | 11.03         | 13.61         | 20.38           | 24.69           | 32.43           |
| 附件及零配件        | 10.89         | 20.17         | 8.83          |               |                 |                 |                 |
| 其他业务          | 0.95          | 0.67          | 1.30          | 2.81          | 3.96            | 5.14            | 6.69            |

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：2015A-2021E 公司分板块营收增速及毛利率情况

|                 | 2015A         | 2016A         | 2017A         | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                 | 2015/12/31    | 2016/12/31    | 2017/12/31    | 2018/12/31    |               |               |               |
| <b>营收增速YoY%</b> |               | <b>8.81%</b>  | <b>42.49%</b> | <b>21.22%</b> | <b>29.08%</b> | <b>23.42%</b> | <b>28.37%</b> |
| 航天军工            |               |               |               |               | 100.00%       | 71.00%        | 90.00%        |
| 弧焊设备            |               | 9.38%         | 39.22%        | 13.60%        | 15.00%        | 9.60%         | 12.80%        |
| 机器人系统集成         |               |               |               | 74.58%        | 81.00%        | 59.00%        | 37.00%        |
| 自动化焊接(切割)成套设备   |               | 21.17%        | 43.43%        | 39.25%        | 41.00%        | 18.00%        | 28.00%        |
| 附件及零配件          |               | -0.72%        | -29.49%       |               |               |               |               |
| 其他业务            |               | 7.69%         | 48.41%        | 306.95%       | 30.00%        | 30.00%        | 30.00%        |
| <b>毛利率</b>      | <b>28.65%</b> | <b>32.11%</b> | <b>28.38%</b> | <b>24.71%</b> | <b>26.78%</b> | <b>27.00%</b> | <b>27.30%</b> |
| 航天军工            |               |               |               | 38.25%        | 39.00%        | 38.30%        | 38.70%        |
| 弧焊设备            | 29.41%        | 31.24%        | 28.72%        | 25.09%        | 27.50%        | 28.00%        | 27.40%        |
| 机器人系统集成         |               |               | 31.69%        | 16.29%        | 18.00%        | 17.80%        | 17.90%        |
| 自动化焊接(切割)成套设备   | 35.93%        | 36.03%        | 23.91%        | 21.18%        | 22.50%        | 23.10%        | 23.70%        |
| 附件及零配件          | 19.17%        | 35.77%        | 22.21%        |               |               |               |               |
| 其他业务            | 81.20%        | 53.17%        | 69.52%        | 36.93%        | 40.00%        | 40.00%        | 40.00%        |

资料来源：Wind，天风证券研究所

按此假设进行计算，归母净利润分别为 1.2/1.76/2.42 亿元，EPS 为 0.38/0.55/0.76 元，PE 为 65.5/44.8/32.6x。我们按照相对估值法对公司进行估值，目前公司在航空航天领域的可比公司为中国卫星与爱乐达，前者主要为航天卫星制造，后者主要为航空零部件制造，按照万得一致预期，两公司的 2019 年加权 PE 均值为 90.1x，按照 2019 年 EPS 预测值，公司目标股价=0.38\*90.1=34.24 元，首次覆盖给予买入评级。

图 35：两家可比公司 2019 年 PE 估值万得一致预期

| 股票代码        | 公司名称 | 2019年净利润<br>预测值(亿元) | 总市值(亿元)  | 2019 PE      | 主营业务简介                       |
|-------------|------|---------------------|----------|--------------|------------------------------|
| 600118.SH   | 中国卫星 | 4.5983              | 445.2072 | 96.81        | 专业从事小卫星及微小卫星研制、卫星地面应用系统及设备制造 |
| 300696.SZ   | 爱乐达  | 0.7936              | 40.5995  | 51.16        | 军用飞机、民用客机零部件的精密加工业务          |
| <b>加权PE</b> |      |                     |          | <b>90.10</b> |                              |

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 6. 风险提示

公司卫星业务未来交付放缓，卫星互联网行业增速低于预期，我国卫星发射能力技术进展放缓等。公司航天军工企业是我国航空航天与国防装备零部件制造商，主要客户均集中在航天军工领域。公司产品主要满足我国国防军工航天事业的需求，其主营业务规模直接受我国国防政策以及军工设备采购规模的影响。若我国国防预算费用因国家政策调整而大幅度减少，或者结构性调整而导致对航天飞行器结构件和直属件的采购规模下降，则将会对航天华宇与沪航卫星的经营业绩产生不利影响。此外，美国多家商业卫星互联网项目如 Starlink、Oneweb 等发射目标持续加速推进，或将倒逼我国卫星互联网持续建设，但仍有可能出现行业增速低于预期的情况。此外，马斯克 Starlink 项目目前单枚火箭能够实现“一箭 60 星”的高发射效率，如我国卫星能力技术进展速度低于预期，则亦可能出现一定程度的压力，公司作为产业链上的航天制造企业来说或将受到一定程度的未来业绩影响。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2017          | 2018            | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金            | 462.90        | 302.32          | 461.91          | 503.99          | 618.09          |
| 应收票据及应收账款       | 119.65        | 257.55          | 256.60          | 278.55          | 359.34          |
| 预付账款            | 7.36          | 11.58           | 12.23           | 17.12           | 20.47           |
| 存货              | 130.61        | 174.65          | 208.42          | 262.82          | 339.45          |
| 其他              | 9.19          | 15.67           | 16.39           | 22.51           | 25.16           |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>729.72</b> | <b>761.77</b>   | <b>955.56</b>   | <b>1,084.99</b> | <b>1,362.51</b> |
| 长期股权投资          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产            | 125.14        | 218.62          | 240.99          | 280.80          | 318.08          |
| 在建工程            | 10.60         | 15.34           | 45.20           | 75.12           | 75.07           |
| 无形资产            | 9.95          | 77.71           | 74.55           | 71.39           | 68.22           |
| 其他              | 32.84         | 279.22          | 280.73          | 282.64          | 284.54          |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>178.53</b> | <b>590.88</b>   | <b>641.47</b>   | <b>709.94</b>   | <b>745.92</b>   |
| <b>资产总计</b>     | <b>908.24</b> | <b>1,352.65</b> | <b>1,597.03</b> | <b>1,794.94</b> | <b>2,108.43</b> |
| 短期借款            | 3.00          | 11.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付票据及应付账款       | 184.04        | 232.22          | 290.46          | 352.73          | 469.56          |
| 其他              | 51.29         | 68.04           | 80.49           | 87.01           | 107.19          |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>238.34</b> | <b>311.26</b>   | <b>370.95</b>   | <b>439.75</b>   | <b>576.75</b>   |
| 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              | 6.50          | 16.21           | 17.00           | 18.00           | 19.00           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>6.50</b>   | <b>16.21</b>    | <b>17.00</b>    | <b>18.00</b>    | <b>19.00</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>244.84</b> | <b>327.47</b>   | <b>387.95</b>   | <b>457.75</b>   | <b>595.75</b>   |
| 少数股东权益          | 10.35         | 18.02           | 21.48           | 28.28           | 35.93           |
| 股本              | 200.00        | 221.03          | 317.97          | 317.97          | 317.97          |
| 资本公积            | 171.66        | 452.61          | 452.61          | 452.61          | 452.61          |
| 留存收益            | 452.39        | 785.57          | 869.63          | 990.93          | 1,158.78        |
| 其他              | (171.00)      | (452.05)        | (452.61)        | (452.61)        | (452.61)        |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>663.40</b> | <b>1,025.18</b> | <b>1,209.08</b> | <b>1,337.19</b> | <b>1,512.68</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>908.24</b> | <b>1,352.65</b> | <b>1,597.03</b> | <b>1,794.94</b> | <b>2,108.43</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2017           | 2018            | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润            | 72.60          | 76.27           | 120.08         | 175.59         | 241.52         |
| 折旧摊销           | 10.57          | 13.33           | 10.93          | 13.43          | 15.93          |
| 财务费用           | 18.46          | (7.61)          | (4.31)         | (5.60)         | (6.51)         |
| 投资损失           | (1.44)         | 1.04            | (4.00)         | (7.00)         | (4.00)         |
| 营运资金变动         | 7.49           | (0.95)          | 35.87          | (19.60)        | (26.47)        |
| 其它             | (7.10)         | (22.11)         | 3.86           | 7.21           | 8.04           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>100.57</b>  | <b>59.97</b>    | <b>162.43</b>  | <b>164.02</b>  | <b>228.51</b>  |
| 资本支出           | 37.51          | 415.43          | 59.21          | 79.00          | 49.00          |
| 长期投资           | 0.00           | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | (72.63)        | (610.87)        | (116.01)       | (152.80)       | (95.80)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(35.11)</b> | <b>(195.43)</b> | <b>(56.80)</b> | <b>(73.80)</b> | <b>(46.80)</b> |
| 债权融资           | 7.19           | 13.00           | 2.29           | 2.83           | 2.37           |
| 股权融资           | (14.58)        | 313.46          | 100.69         | 5.60           | 6.51           |
| 其他             | (26.56)        | (368.01)        | (49.02)        | (56.57)        | (76.50)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(33.95)</b> | <b>(41.55)</b>  | <b>53.96</b>   | <b>(48.14)</b> | <b>(67.62)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00           | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>31.51</b>   | <b>(177.01)</b> | <b>159.59</b>  | <b>42.08</b>   | <b>114.09</b>  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2017          | 2018          | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|------------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>712.59</b> | <b>863.80</b> | <b>1,115.02</b> | <b>1,376.11</b> | <b>1,766.48</b> |
| 营业成本             | 510.38        | 650.39        | 816.40          | 1,004.54        | 1,284.16        |
| 营业税金及附加          | 0.53          | 2.45          | 2.01            | 1.79            | 1.41            |
| 营业费用             | 46.87         | 58.83         | 73.03           | 81.88           | 92.74           |
| 管理费用             | 29.23         | 43.50         | 45.72           | 44.04           | 49.46           |
| 研发费用             | 34.33         | 40.67         | 52.63           | 65.09           | 83.73           |
| 财务费用             | 12.40         | (11.57)       | (4.31)          | (5.60)          | (6.51)          |
| 资产减值损失           | 1.31          | 2.45          | 2.00            | 0.50            | 0.30            |
| 公允价值变动收益         | 0.00          | 1.07          | 0.40            | 0.40            | 0.40            |
| 投资净收益            | 1.44          | (1.04)        | 4.00            | 7.00            | 4.00            |
| 其他               | (6.77)        | (3.80)        | (8.80)          | (14.80)         | (8.80)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>82.87</b>  | <b>80.85</b>  | <b>131.94</b>   | <b>191.28</b>   | <b>265.59</b>   |
| 营业外收入            | 0.95          | 5.22          | 6.00            | 11.00           | 10.00           |
| 营业外支出            | 0.32          | 1.22          | 0.68            | 0.74            | 0.88            |
| <b>利润总额</b>      | <b>83.50</b>  | <b>84.85</b>  | <b>137.26</b>   | <b>201.54</b>   | <b>274.71</b>   |
| 所得税              | 10.90         | 8.58          | 13.73           | 19.15           | 25.55           |
| <b>净利润</b>       | <b>72.60</b>  | <b>76.27</b>  | <b>123.54</b>   | <b>182.39</b>   | <b>249.16</b>   |
| 少数股东损益           | 4.16          | 2.04          | 3.46            | 6.81            | 7.64            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>68.44</b>  | <b>74.23</b>  | <b>120.08</b>   | <b>175.59</b>   | <b>241.52</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.22          | 0.23          | 0.38            | 0.55            | 0.76            |

| 主要财务比率         | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 42.48%  | 21.22%  | 29.08%  | 23.42%  | 28.37%  |
| 营业利润           | 6.94%   | -2.43%  | 63.19%  | 44.97%  | 38.85%  |
| 归属于母公司净利润      | -1.18%  | 8.46%   | 61.77%  | 46.22%  | 37.55%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 28.38%  | 24.71%  | 26.78%  | 27.00%  | 27.30%  |
| 净利率            | 9.60%   | 8.59%   | 10.77%  | 12.76%  | 13.67%  |
| ROE            | 10.48%  | 7.37%   | 10.11%  | 13.41%  | 16.35%  |
| ROIC           | 52.47%  | 32.21%  | 15.96%  | 22.97%  | 28.80%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 26.96%  | 24.21%  | 24.29%  | 25.50%  | 28.26%  |
| 净负债率           | -68.69% | -28.22% | -38.01% | -37.48% | -40.70% |
| 流动比率           | 3.06    | 2.45    | 2.58    | 2.47    | 2.36    |
| 速动比率           | 2.51    | 1.89    | 2.01    | 1.87    | 1.77    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 7.38    | 4.58    | 4.34    | 5.14    | 5.54    |
| 存货周转率          | 6.09    | 5.66    | 5.82    | 5.84    | 5.87    |
| 总资产周转率         | 0.84    | 0.76    | 0.76    | 0.81    | 0.91    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.22    | 0.23    | 0.38    | 0.55    | 0.76    |
| 每股经营现金流        | 0.32    | 0.19    | 0.51    | 0.52    | 0.72    |
| 每股净资产          | 2.05    | 3.17    | 3.73    | 4.12    | 4.64    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 114.99  | 106.02  | 65.54   | 44.82   | 32.59   |
| 市净率            | 12.05   | 7.81    | 6.63    | 6.01    | 5.33    |
| EV/EBITDA      | 27.80   | 26.06   | 53.51   | 37.05   | 26.43   |
| EV/EBIT        | 30.13   | 29.32   | 58.09   | 39.73   | 28.05   |

### 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        |