



中航证券金融研究所
分析师：张玉玲
证券执业证书号：S0640517060001
邮箱：zhangyl@avicsec.com

新余国科（300722）深度报告： 扩产项目稳步推进，新品研发增添后劲

行业分类：航空航天

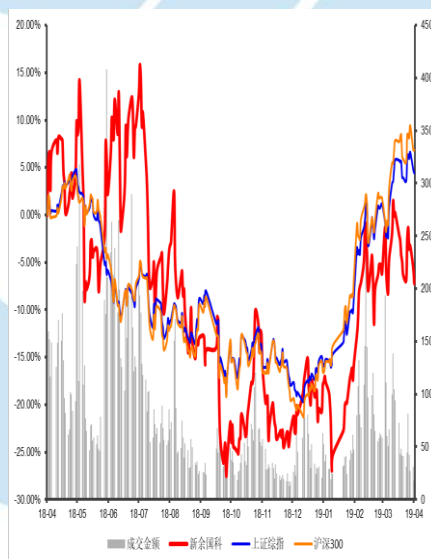
2020年04月17日

公司投资评级	持有
当前股价（20.04.17）	21.90元

基础数据

上证指数	2838.49
总股本（亿）	1.12
流通A股（亿）	0.28
流通B股（亿）	0.00
流通A股市值（亿）	6.13
每股净资产（元）	4.00
加权净资产收益率	9.18%
资产负债率（最新报告）	14.53%
市盈率（TTM）	61.49

近一年公司指数与上证综指、沪深300走势对比



资料来源：wind

事件：

报告期内，公司实现营业总收入 22,468.48 万元，较上年同期增长 5.21%，实现营业利润 4,491.17 万元，较上年同期下降 42.43%；实现利润总额 4,509.35 万元，较上年同期下降 47.01%；实现归属于上市公司股东的净利润 3,988.87 万元，较上年同期下降 46.12%。

投资要点：

公司营业收入与上年同比略有增长，但利润有所下降。 主要原因是：（1）与上年同期相比，本报告期公司非流动资产处置收益同比减少 3077.60 万元，主要系上年同期公司确认了老厂搬迁资产处置收益 3034.61 万元；（2）公司加大了新产品的开发力度，研发项目和研发人员增加导致研发费用同比增加 881.38 万元；（3）计入当期损益的政府补助同比减少 358.28 万元。

公司军品目前受产能影响业务保持稳定，未来盈利能力有望持续提升。 2019 年公司军品受产能影响业务保持稳定。公司正在军品方面扩产备能。目前的火工品扩能项目正与政府部门积极对接，已完成地方建设项目立项工作。将在火工品扩能项目的基础上增加火工品试验鉴定能力建设，提高公司在火工品领域的行业地位。不断加大新产品研发力度和市场开发力度，累计开展军品科研项目 79 项。已完成设计定型（或鉴定）15 项，军品业务实现了重要突破，赢利能力有望增强。

扩产项目稳步推进，气象保障项目取得新进展，民品业绩持续增长，盈利能力有望增强。 民品业务收入主要来自于国家对人影的财政支出，公司保有稳定的客户群，业务收入在近几年基本保持了稳定增长趋势。报告期内，公司人影装备扩产项目稳步推进，同时致力于研制开发系列重大气象保障新产品。累计开展民品科研项目 30 项，已完成设计定型（或鉴定）5 项。重点开发各种新型人影燃爆器材、新型人影作业设备和气象环境监测设备。公司与某军工企业合作的某型气象探空火箭也获得了军方订货任务。新产品研制开发为公司的发展增添了后劲，民品业务有望保持增长态势，盈利能力有望持续增强。

盈利预测与投资评级： 在国防支出不断增长、军事实战化训练刚性需求增加以及人工影响天气在防灾减灾，生态环境保护建设和重大社会活动保障等领域作用日益显著的背景下，结合公司实施持续创新驱动战略，不断加大新技术、新产品研发力度，以及在军民品领域积极扩产备能的经营策略和竞争意识，把握公司业绩增稳定和盈利能力稳健的趋势，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.394 元、0.456 元、0.524 元，对应 PE 为 55.64 倍、48.06 倍、41.83 倍，建议持有。

风险提示： 市场变化风险、安全风险及新冠肺炎疫情波动等

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号楼中航资本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

目 录

图表目录.....	3
一、 公司经营概况.....	4
(一) 报告期内公司主营业务无重大变化.....	4
(二) 公司经营业绩呈稳定增长趋势，盈利能力稳健.....	5
(三) 重视创新驱动发展战略，持续加大研发投入，为实现战略规划目标做储备.....	8
二、 军民并重，主营业务有序开展.....	10
(一) 军品业务.....	10
1. 国防预算稳定增长，实战化训练为军工企业带来长期业绩支撑.....	10
2. 公司军品目前受产能影响业务保持稳定，未来盈利能力有望持续提升.....	12
3. 军品业务竞争力分析.....	14
(二) 民品业务.....	17
1. 国家人工影响天气和气象观测领域一系列政策出台，人影装备行业面临发展机遇.....	17
2. 扩产项目稳步推进，气象保障项目取得新发展，民品业绩持续增长，盈利能力有望增强..	18
3. 民品业务竞争力分析.....	21
三、 盈利预测与估值.....	26

图表目录

图 1: 公司 2019 年营业收入结构图.....	4
图 2: 公司近几年营业收入结构图.....	5
图 3: 公司近几年营业收入及同比增速.....	5
图 4: 公司 2019 年分季度营业收入及同比增速.....	6
图 5: 公司近几年归母净利润及同比增速.....	6
图 6: 公司近几年期间费用率、销售费用率、财务费用率和管理费用率.....	7
图 7: 公司近几年销售毛利率、净利率和成本率.....	7
图 8: 公司近几年研发费用及研发费用占营业收入比重.....	9
图 9: 中国近几年国防预算支出及同比增长.....	10
图 10: 中国近几年国防预算支出 GDP 占比.....	11
图 11: 中国近几年实战化军事训练发展演变.....	12
图 12: 公司近几年军品收入及同比增长率.....	13
图 13: 公司近几年军品毛利率及营收占比.....	13
图 14: 公司军品业务竞争力分析.....	14
图 15: 新余国科与长城军工军用工工品收入与同比增速对比情况.....	15
图 16: 新余国科与长城军工军用工工品毛利率对比情况.....	16
图 17: 近期国家层面人工影响天气和气象观探测领域一系列政策.....	18
图 18: 公司近几年民品收入及同比增长率.....	19
图 19: 公司近几年民品毛利率及营收占比.....	20
图 20: 人影作业指挥车.....	21
图 21: BYF110-2 型机载下投式焰弹播撒器.....	21
图 22: 固态 AGI 烟条.....	22
图 23: 公司民品业务竞争力分析.....	23
图 24: 公司自主开发的 BL 型增雨防雹火箭弹.....	24
图 25: 民品业务面临的挑战.....	25
表 1: 财务预测与估计值.....	28

一、 公司经营概况

(一) 报告期内公司主营业务无重大变化

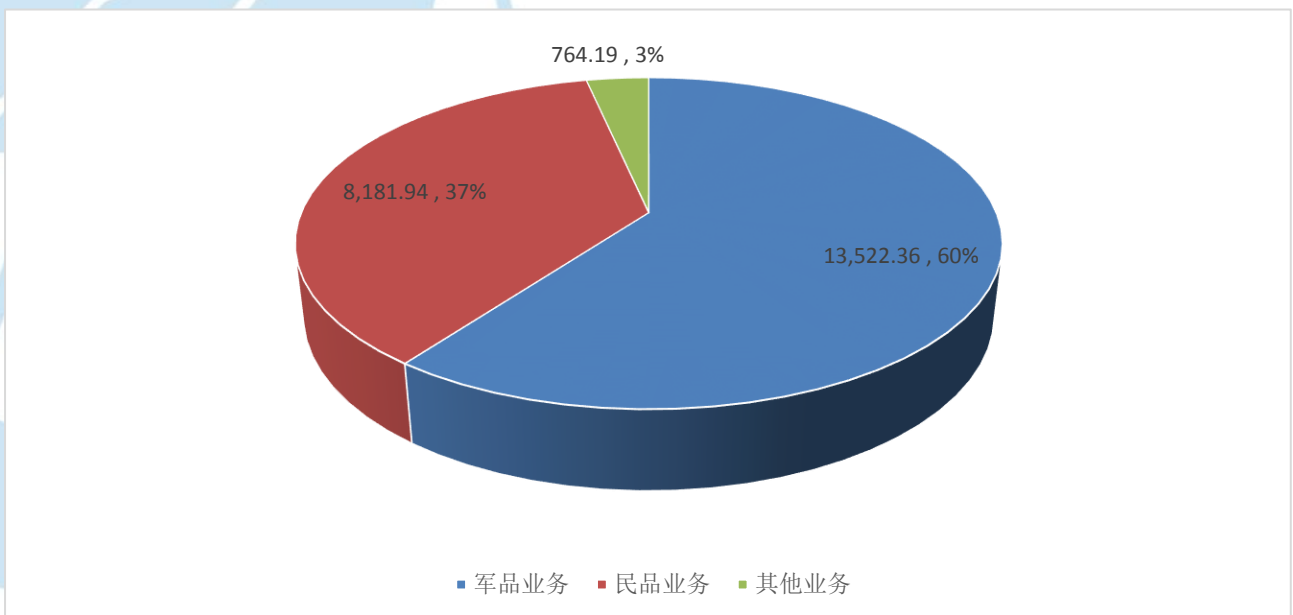
公司一直主要从事火工品及相关产品的研发、生产和销售，同时开展军品和民品业务。报告期内，公司主营业务没有发生重大变化。

公司军品业务主要包括军用火工品（包含火工元件、火工装置等）研发、生产和销售。公司军品拥有国防武器装备科研生产单位保密资格审查认证委员会颁发的武器装备二级保密资格资质、中国新时代认证中心颁发的武器装备质量管理体系认证证书等军工企业所必备的资格、资质。

公司民品业务主要包括人工影响天气专用技术装备、气象装备及相关软件的研发、生产和销售。在人工影响天气领域，公司围绕人工影响天气作业全过程，构建了包括人工影响天气燃爆器材、人工影响天气作业设备、气象观测设备、管理和信息化软件在内的完整的产品体系，基本上覆盖到人工影响天气作业前气象条件的探测、现场人影作业（包括地面碘化银催化系统燃烧作业、火箭弹催化作业和飞机播撒作业）、现场作业指挥、作业过程监控、火箭弹储存、人工影响天气作业设备和人工影响天气燃爆器材信息管理以及售后服务等各环节。公司民品拥有国家工信部颁发的民用爆破器材生产许可证、中国气象局颁发的气象专用技术装备使用许可证、中国新时代认证中心颁发的质量管理体系认证证书等资格、资质。

2019年，公司实现营业收入 22,468.48 万元，同比增长 5.21%。其中，军品业务收入 13,522.36 万元，占营业总收入 60.18%，同比增长-0.08%；民品业务收入 8,181.94 万元，占营业总收入 36.42%，同比增长 16.01%；其他业务收入 836.88 万元，占营业总收入 3.40%，同比增长-0.74%。

图 1：公司 2019 年营业收入结构图（单位：万元）

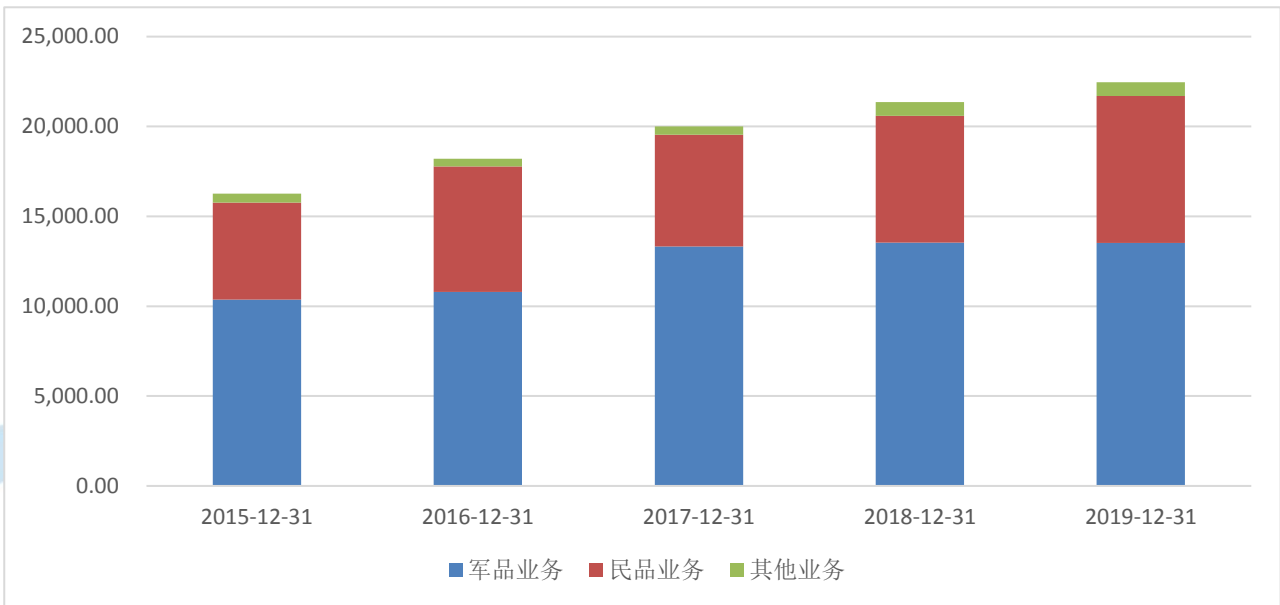


资料来源：wind，中航证券金融研究所

公司营业收入结构一直保持相对稳定。2015年-2019年分别实现军品收入：10,368.72 万元、10,792.42 万元、13,325.57 万元、13,533.28 万元、13,522.36 万元，营收占比分别为 63.73%、59.29%、66.62%、63.37%、

60.18%；2015 年-2019 年分别实现民品收入：5,393.38 万元、6,980.68 万元、6,221.93 万元、7,052.72 万元、8,181.94 万元，营收占比分别为 33.15%、38.35%、31.11%、33.02%、36.42%；2015 年-2019 年其他业务收入分别为：508.59 万元、429.33 万元、454.10 万元、769.87 万元、764.19 万元，营收占比分别为 3.13%、2.36%、2.27%、3.60%、3.40%。

图 2：公司近几年营业收入结构图（单位：万元）

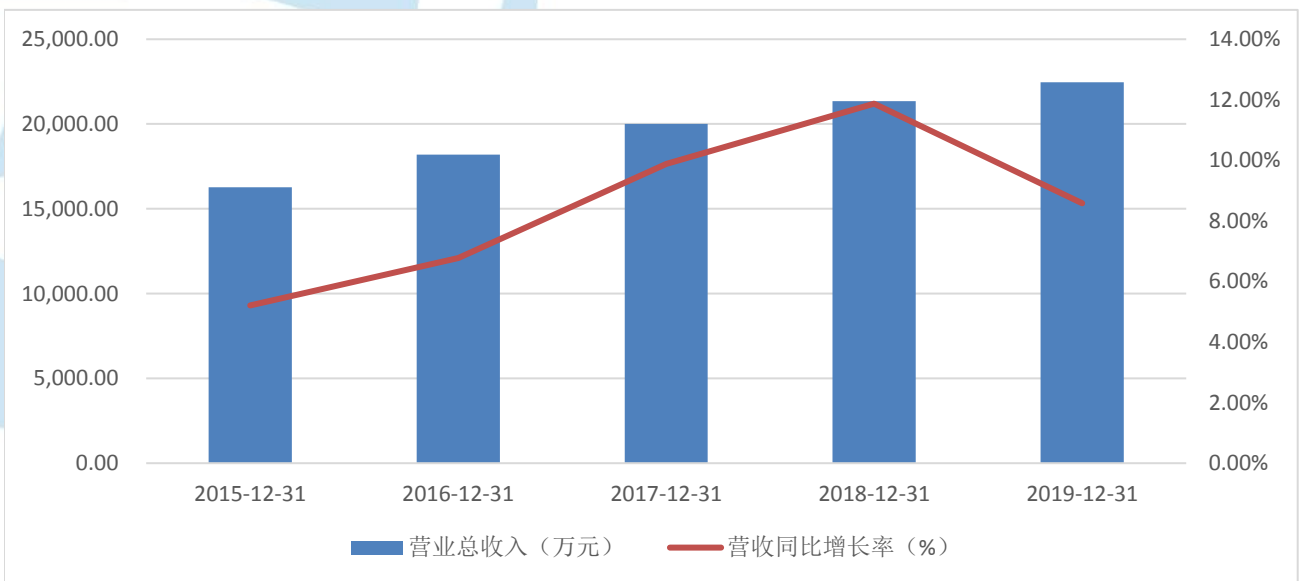


资料来源：wind，中航证券金融研究所

（二）公司经营业绩呈稳定增长趋势，盈利能力稳健

公司 2015 年-2019 年分别实现营业收入：16,270.70 万元、18,202.43 万元、20,001.60 万元、21,355.87 万元、22,468.48 万元；2015 年-2019 年同比增速分别为：8.58%、11.87%、9.88%、6.77%和 5.21%。

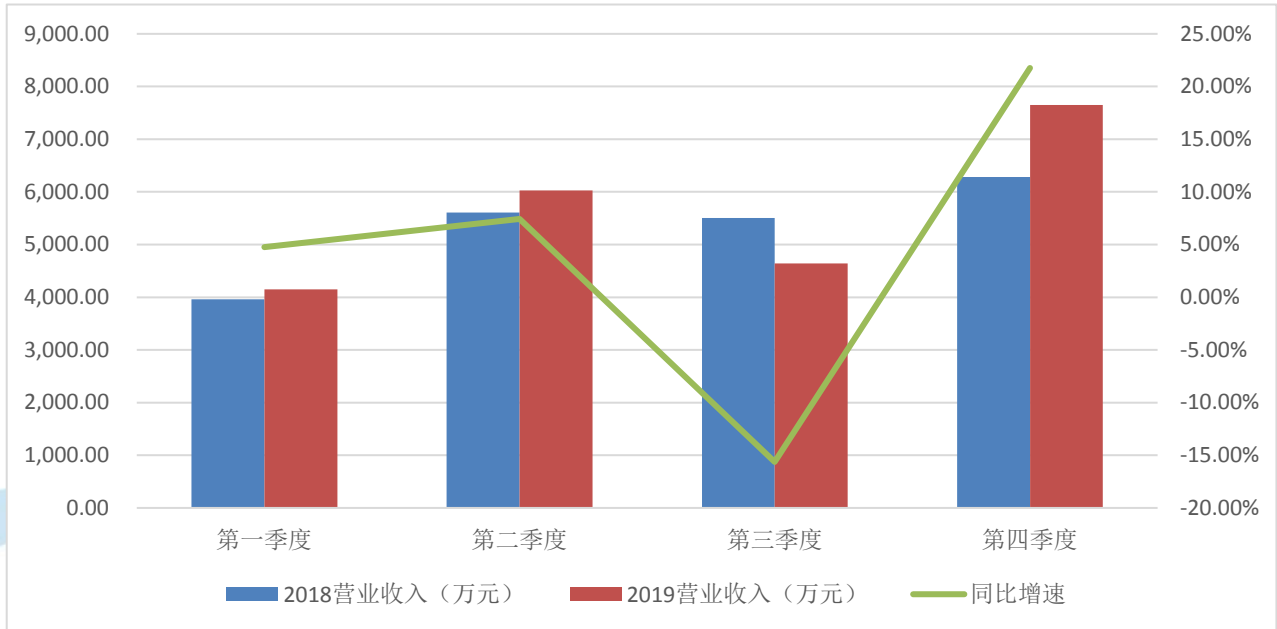
图 3：公司近几年营业收入及同比增速（单位：万元）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

公司 2019 年四季度分别实现营业收入：4,149.08 万元、6,027.35 万元、4,642.71 万元、7,649.34 万元，同比增速分别为：4.75 %、7.45%、-15.63%和 21.76%。公司第四季度营业收入同比增长 21.76%，扭转了 2019 年第三季度的下滑趋势。

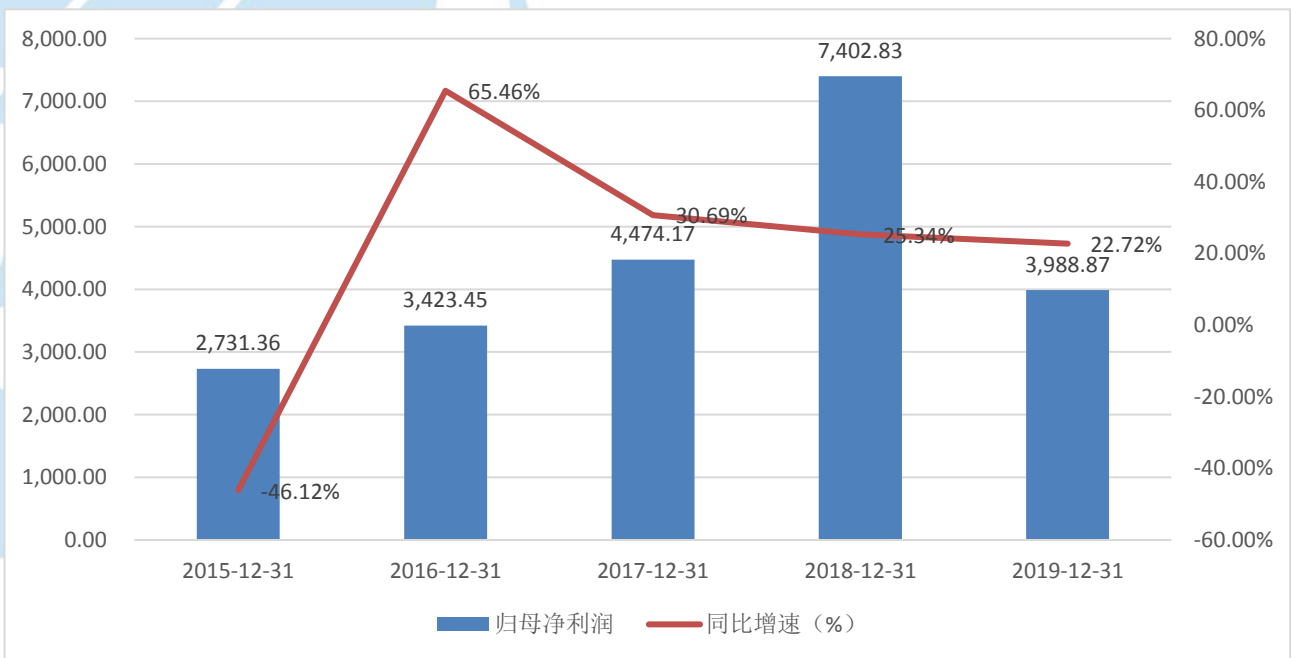
图 4：公司 2019 年分季度营业收入及同比增速（单位：万元）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

公司 2015 年-2019 年分别实现归母净利润：2,731.36 万元、3,423.45 万元、4,474.17 万元、7,402.83 万元、3,988.87 万元；2015 年-2018 年同比增速分别为：22.72%、25.34%、30.69%、65.46%和-46.12%。

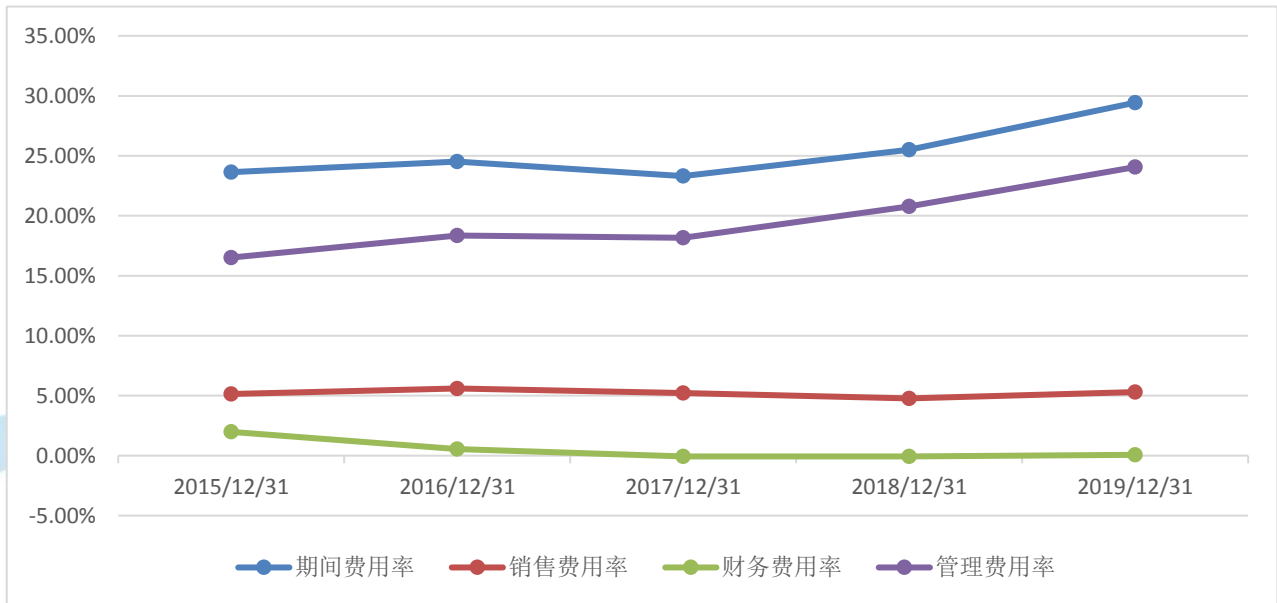
图 5：公司近几年归母净利润及同比增速（单位：万元）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

公司 2015 年-2019 年期间费用率分别为：23.63%、24.51%、23.31%、25.50%和 29.43%；公司 2015 年-2019 年销售费用率分别为：5.14%、5.60%、5.22%、4.77%和 5.29%；公司 2015 年-2019 年财务费用率分别为：1.98%、0.56%、-0.07%、-0.06%和 0.08%；公司 2015 年-2019 年管理费用率分别为：16.52%、18.35%、18.15%、20.79%和 24.06%。

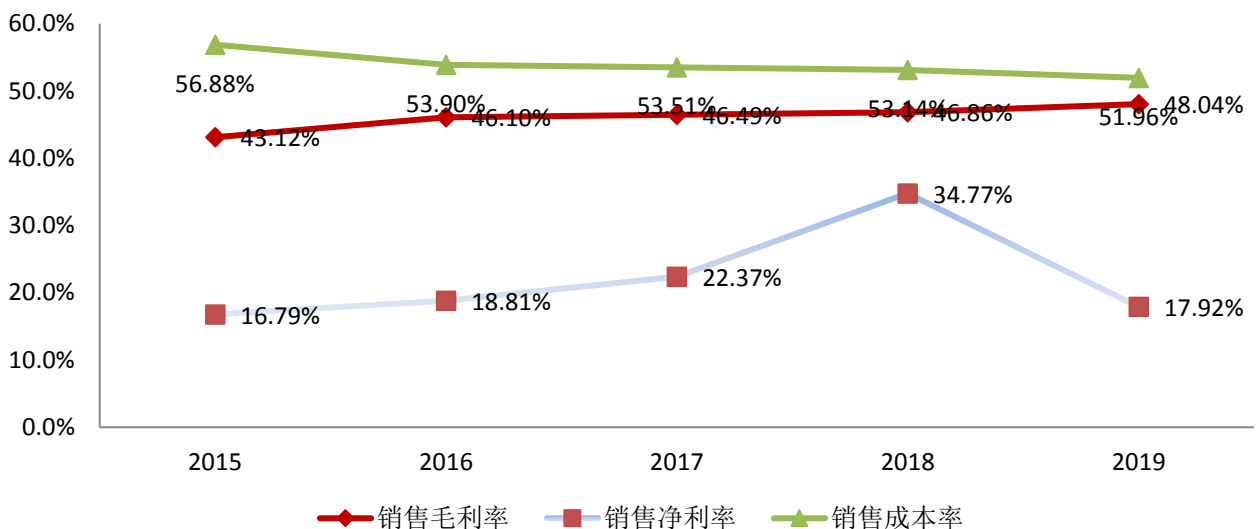
图 6：公司近几年期间费用率、销售费用率、财务费用率和管理费用率



资料来源：wind，中航证券金融研究所

公司 2015 年-2019 年销售毛利率分别为：43.12%、46.10%、46.49%、46.86%和 48.04%；公司 2015 年-2019 年销售净利率分别为：16.79%、18.81%、22.37%、34.77%和 17.92%；公司 2015 年-2019 年销售成本率分别为：56.88%、53.90%、53.51%、53.14%和 51.96%。

图 7：公司近几年销售毛利率、净利率和成本率



资料来源：wind，中航证券金融研究所



从以上年度数据和图表分析可以看出：

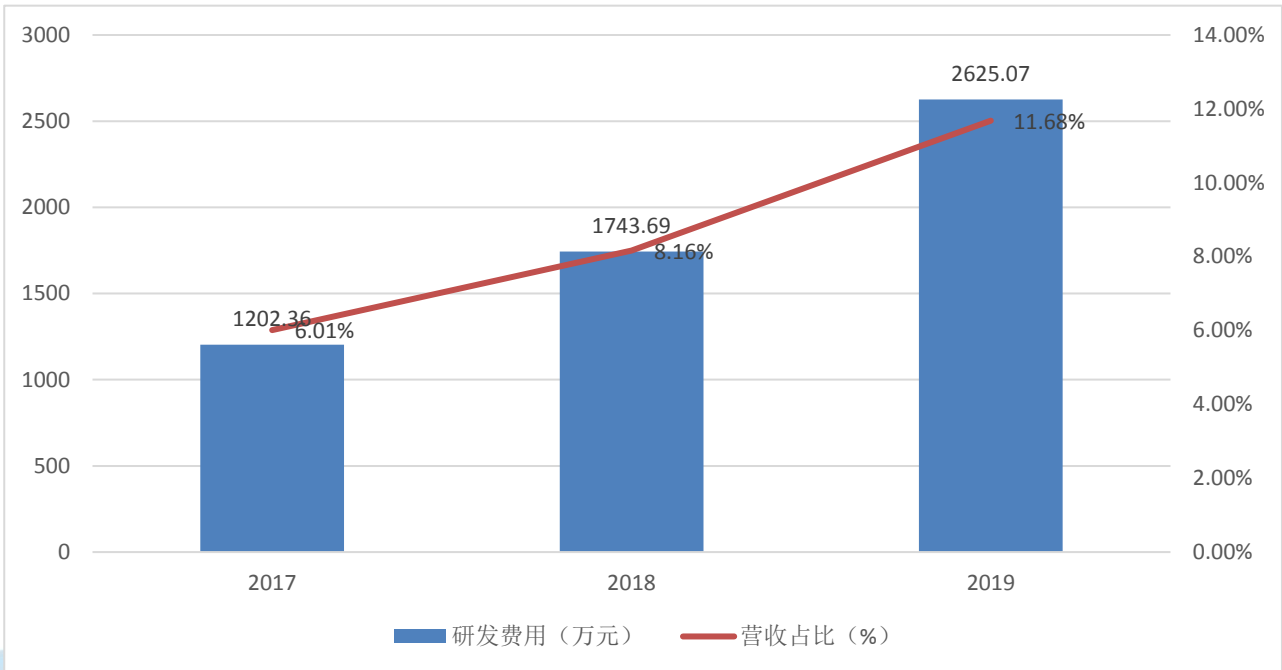
- 1、公司 2015 年-2019 年的年度营业收入保持了稳定增长，呈现稳中向好趋势，但同比增速自 2016 年以来呈下降趋势。
- 2、公司自 2015 年到 2018 年归母净利润实现了稳定增长，同比增速呈上升趋势，但 2019 年归母净利润同比出现了负增长。根据 2019 年报数据，主要原因是：（1）与上年同期相比，本报告期公司非流动资产处置收益同比减少 3077.60 万元，主要系上年同期公司确认了老厂搬迁资产处置收益 3034.61 万元；（2）公司加大了新产品的开发力度，研发项目和研发人员增加导致研发费用同比增加 881.38 万元；（3）计入当期损益的政府补助同比减少 358.28 万元。
- 3、公司 2015 年-2019 年财务费用率和销售费用率控制水平基本稳定，近几年期间费用率有所增加主要系管理费用率增加所致。其中，自上市以来财务费用率基本为 0 费用率，2019 年财务费用增加主要系本报告期银行承兑汇票贴现利息增加 42.41 万元所致；销售费用率基本维持在 5% 左右的水平，2019 年销售费用有所增加主要系职工薪酬增加；公司期间费用率基本控制在 25% 左右的水平，管理费用率基本维持在 20% 左右的水平，2019 年管理费用有所增加主要系租赁费增加。
- 4、公司 2015 年-2019 年销售毛利率维持在 40% 以上，销售净利率维持在 20% 左右，销售成本率基本控制到 50% 的水平。

因此，以上数据统计结果显示，公司经营业绩呈稳定增长趋势，盈利能力稳健。

（三）重视创新驱动发展战略，持续加大研发投入，为实现战略规划目标做储备

公司致力于创新驱动发展战略，持续加大科技投入，加大新产品研发力度，报告期内，公司通过调整部分募集资金投向，并自筹部分资金投资基于物联网、新一代人工智能影响天气和气象环境体系化装备、信息化管理系统、环境保障专项工程的研发等以调整公司产品结构，实现产业转型升级。

报告期内，公司投入研发经费 2625.07 万元，较去年同期增加 881.38 万元。公司 2017 年~2019 年研发投入分别为：1202.36 万元、1743.69 万元、2625.07 万元；2018 年~2019 年同比增速分别为：45.02% 和 50.55%；研发费用占营业收入比重分别为：6.01%、8.16%、11.68%。

图 8：公司近几年研发费用及研发费用占营业收入比重（单位：万元）


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

上图可以看出,随公司营业收入的不断增长,公司在新项目的研发及技术方面持续投入的营收占比呈现上升趋势,凸显公司以创新夯实技术竞争优势的战略意图。报告期内,公司军品在研新产品项目有 79 项,其中配套于国家高新工程项目 3 项,配套于国家重点武器装备项目 16 项,处于设计定型或技术鉴定阶段的有 25 项,处于样机研制阶段(含初样、正样、试样、工程样机)的有 11 项,处于方案阶段的有 5 项,处于预研阶段的有 26 项。2019 年,已完成设计定型(或鉴定)15 项,取得阶段性成果的 20 项。公司与某军工企业合作的某型气象探空火箭也获得了军方订货任务,与某军工企业集团配套的某大型火工装置也被批准立项,军品业务实现了重要突破;民品方面,公司累计开展民品科研项目 30 项,已完成设计定型(或鉴定)5 项。公司民品在研项目有 30 余项,完成鉴定的有 5 项,其余在研项目也取得不同程度进展。可见,新产品研制开发为公司发展增添了后劲,为公司实现战略规划目标奠定了基础。

二、军民并重，主营业务有序开展

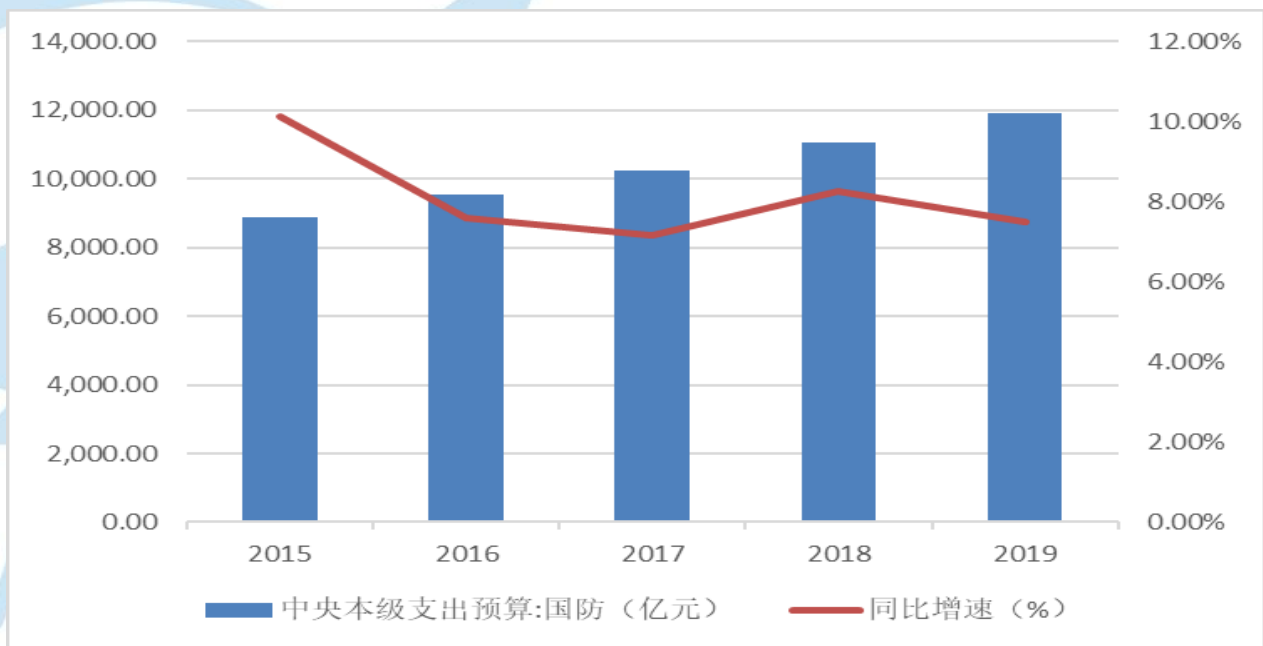
(一) 军品业务

1. 国防预算稳定增长，实战化训练为军工企业带来长期业绩支撑

武器装备是国防建设的基础。由于经济基础弱，中国在改革开放初期专注发展经济，强调军队建设要忍耐，伴随中国经济发展，以 1999 年中国南斯拉夫大使馆被炸为转折点，中国逐步加大了对国防军工产业的投入，但依然实施稳健的国防开支政策，国防开支占中国国内生产总值 GDP 比重近 30 年一直保持在 2% 以内，在全球主要国家中，中国军费 GDP 占比排名较低，对比美国、俄罗斯、印度、英国、法国、土耳其、越南等世界上其他国家的开支水平，还具备一定的上升空间。

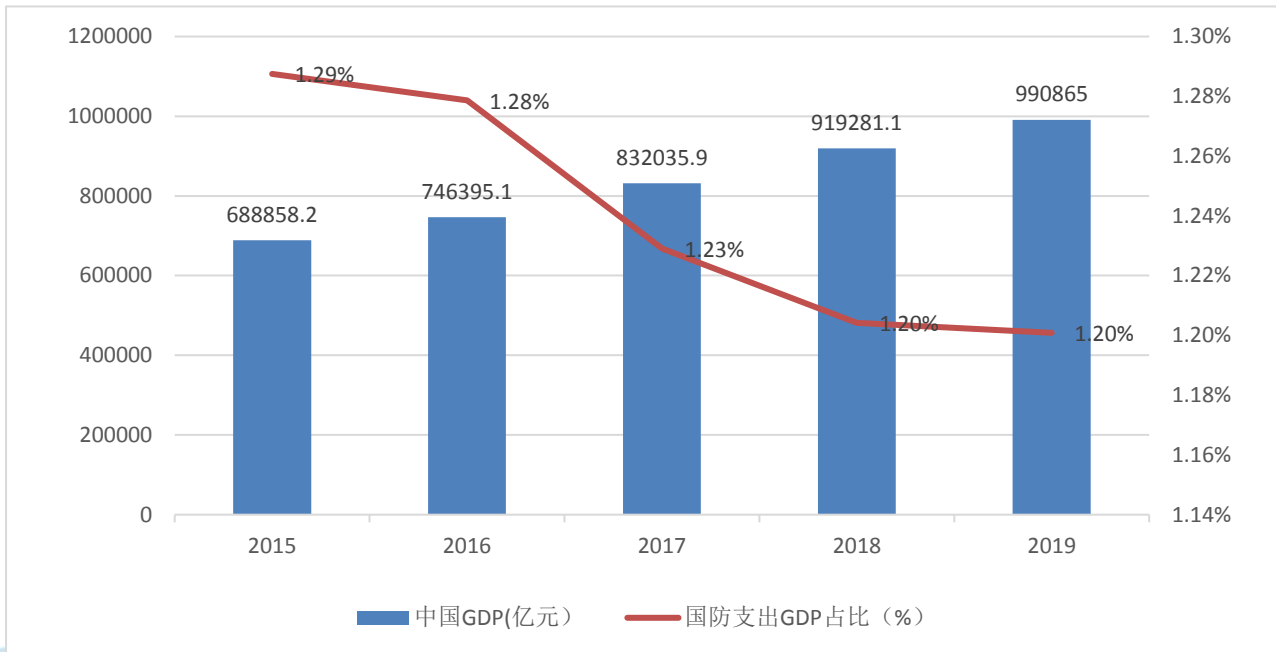
中国从 2015 年-2019 年，中央国防预算支出分别为 8,868.98 亿元、9,543.54 亿元、10,225.81 亿元、11,069.51 亿元、11,898.76 亿元，同比增速分别为：10.11%、7.61%、7.15%、8.25%、7.49%。

图 9：中国近几年国防预算支出及同比增长（单位：亿元）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

中国从 2015 年-2019 年，分别实现国内生产总值 GDP 为 68858.2 亿元、746395.1 亿元、832035.9 亿元、919281.1 亿元、990865 亿元；国防预算支出 GDP 占比分别为：1.29%、1.28%、1.23%、1.20%、1.20%。

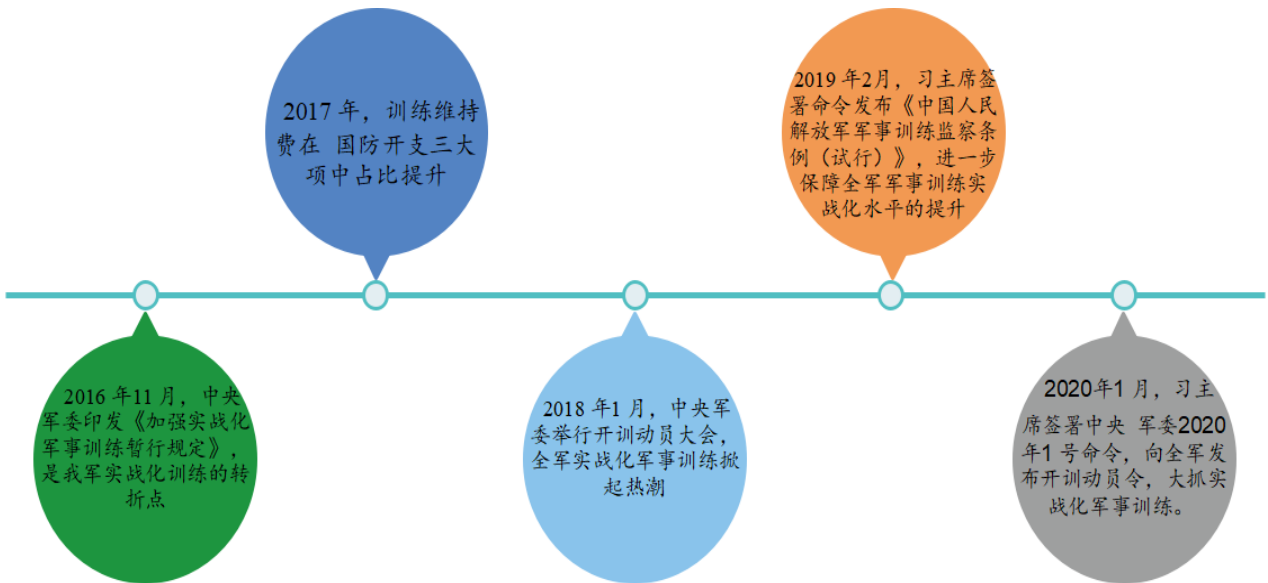
图 10: 中国近几年国防预算支出 GDP 占比


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

习近平同志在十九大报告中强调坚持走中国特色强军之路,全面推进国防和军队现代化,力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化,到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。考虑世界美国、俄罗斯、日本等国家国防预算大幅增长以及地缘政治风险上升等国际因素影响,2020 年国防预算有望继续保持 7.5%-8% 的同比增长。在此背景下,公司的军品采购有望随着国防预算开支的增长而稳步增长,为公司实现可持续发展提供长期的业绩支撑。

2016 年 11 月,经习近平主席批准,中央军委印发《加强实战化军事训练暂行规定》,是我军实战化训练的转折点,训练维持费在军费中占比开始提升,全军训练维持费实现快速增长。2017 年,在国防开支三大项中,训练维持费成为唯一占比提升的项目。据新时代的中国国防白皮书披露,2017 年,全军训练维持费达 2933.5 亿元,同比增长 9.87%,占国防开支比例为 28.1%,占比提升 0.7% 个百分点。2018 年 1 月,中央军委举行 2018 年开训动员大会,全面加强实战化军事训练,全军实战化军事训练掀起热潮。2019 年 2 月,习主席签署命令,发布《中国人民解放军军事训练监察条例(试行)》,进一步保障全军军事训练实战化水平的提升。2020 年 1 月,习主席签署中央军委 2020 年 1 号命令,向全军发布开训动员令,大抓实战化军事训练。

图 11：中国近几年实战化军事训练发展演变



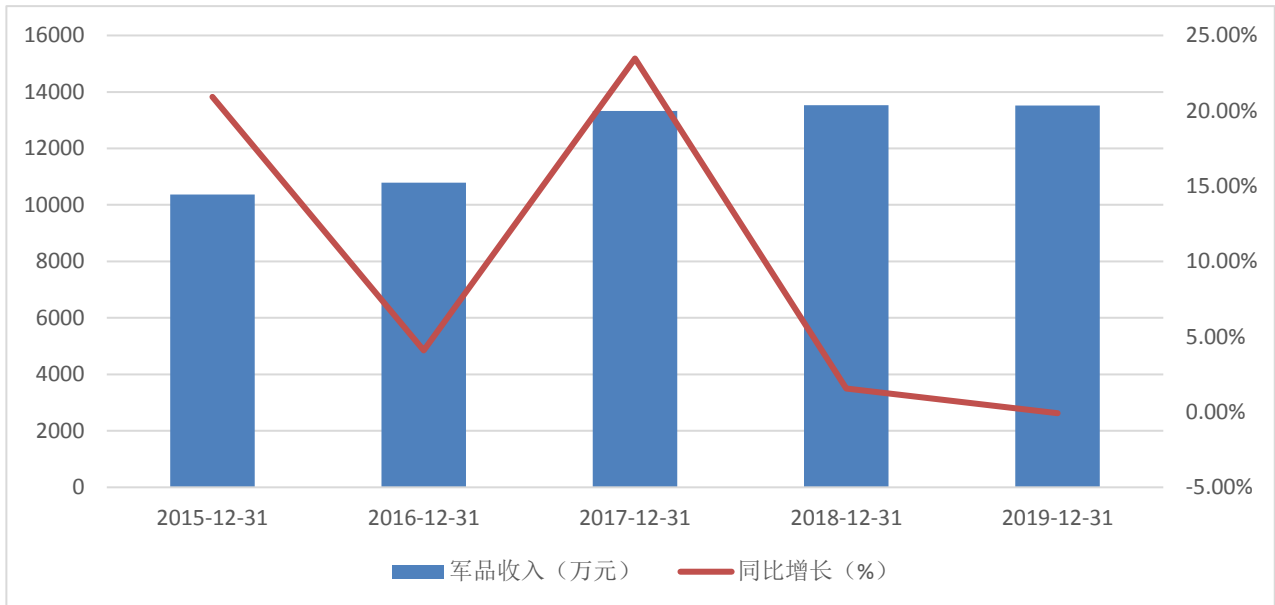
资料来源：官网 中航证券金融研究所

实战化训练将加速武器装备更新换代，实战化训练对武器装备各项指标提出更高要求，落后装备将加速淘汰，新装备加速列装，未来 10-20 年中国军队建设的重点方向将是武器装备的升级换代。将为公司重点开发高精尖、高附加值新型军用火工产品、国家高新工程项目和重点武器型号配套项目，加速由以常规武器装备配套为主向高技术武器装备配套方面转变，提供牵引和驱动，是今后公司军品业务的发展方向，也是持续提升军品盈利能力的有效途径。

2. 公司军品目前受产能影响业务保持稳定，未来盈利能力有望持续提升

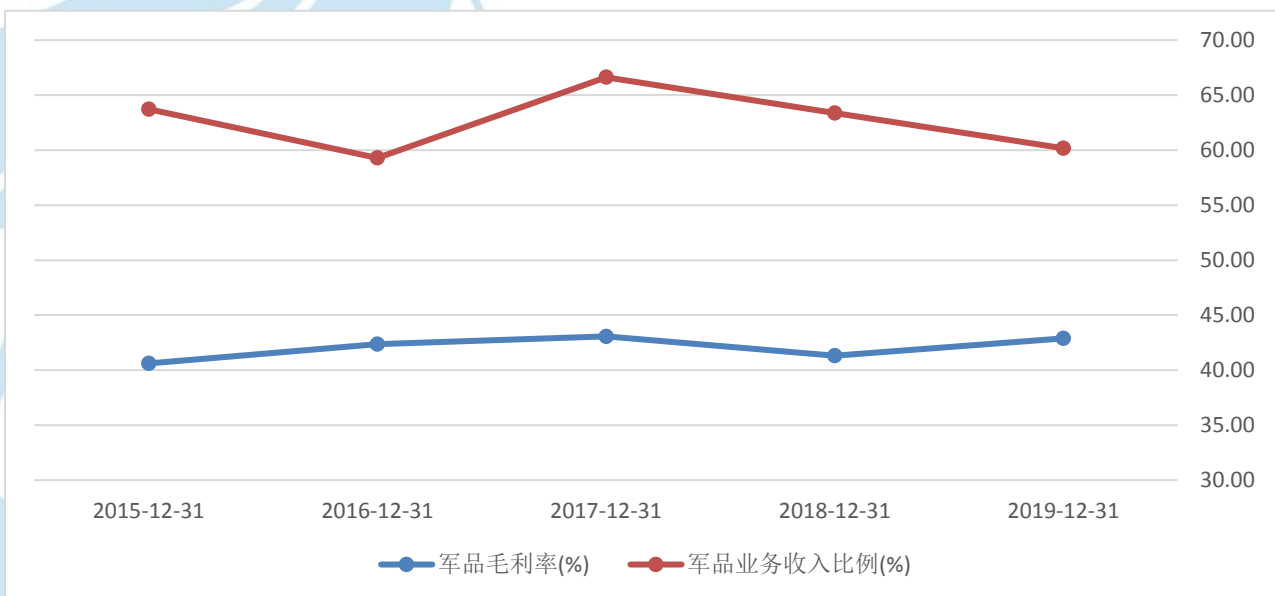
公司生产的军用火工品主要包括火工元件（包含枪弹底火、炮弹底火、电底火、火帽、点火具、曳光管、导爆管、传爆管、针刺雷管、火焰雷管、电雷管）、火工装置（包含推销器、拔销器、切割器、分离螺栓、点火装置、开舱装置、光电对抗发烟装置），广泛用于陆军、海军、空军、火箭军、战略支援部队以及公安、武警的武器装备中。

在国家全面推进国防和军队现代化，大力推进实战化军事训练和强军梦的宏观环境下，我国国防支出持续增长且增长潜力较大，近几年，军方的军品采购随着军费中装备费的增长而稳步增长，军品采购受国民经济周期性波动的影响较小，行业整体波动性、周期性和季节性不明显，在此背景下，公司的军品收入实现了稳步增长。2019 年公司军品受产能影响业务保持稳定。公司 2015 年~2019 年分别实现军品业务收入：10368.72 万元、10792.42 万元、13325.57 万元、13533.28 万元和 13522.36 万元；2015 年~2019 年同比增速分别为：20.93%、4.09% 23.47%、1.56%和-0.08%。

图 12: 公司近几年军品收入及同比增长率 (单位: 万元)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

公司 2015 年~2019 年军品毛利率分别为: 40.61%、42.36%、43.07%、41.32%和 42.88%; 2015 年~2019 年军品收入营业占比分别为: 63.73%、59.29%、66.62%、63.37%和 60.18%。军品毛利率基本控制在 40% 以上, 盈利能力稳定。军品营收占比基本维持在 60% 左右, 营收占比较稳定。

图 13: 公司近几年军品毛利率及营收占比


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

报告期内, 公司军品营业收入受目前产能影响业务保持稳定。未来, 公司将积极在军品火工品方面扩产备能。目前的火工品扩能项目正与政府部门积极对接, 在新余市人民政府的大力支持下, 已完成地方建设项目立项工作。公司根据军方需求将在火工品扩能项目的基础上增加火工品试验鉴定能力的建设, 目标是成为全国陆军火工品试验鉴定基地, 进一步提高公司在火工品领域的行业地位。目前, 该项目已列入新

余市重点建设项目。项目的建设将有利于进一步扩大火工品的产能，为公司未来军品产能和业绩随国防支出的稳定增长而增长奠定基础 and 条件。叠加公司不断加大新产品研发力度和市场开发力度，向高精尖、高附加值新型军用火工产品等高技术武器装备配套转变的因素，公司产品订单和高附加值产品比重有望持续增加，公司军品赢利能力将不断增强。

3. 军品业务竞争力分析

图 14：公司军品业务竞争力分析



资料来源：中航证券金融研究所

军品行业地位突出。公司延续原江西钢丝厂的军品科研、生产、经营业务，技术力量较强，具有较完备的火工品科研、生产、检测、试验手段，军用火工品种类丰富，在产和在研产品 300 多个品种，能够满足武器装备主要配套产品的需求。与全国主要武器装备厂家建立了长期稳定的合作关系，军用火工品基本覆盖了陆军、海军、空军、火箭军、战略支援部队用军事装备和公安、武警反恐中所需的火工品器材，在军用火工品领域具有较高知名度和影响力，通过异地搬迁技术改造及国防科技工业安全技术改造项目、研制保障条件项目建设、研发中心建设等综合能力建设，在军用火工品领域具有明显的技术和规模优势，在军用火工品领域持续保持了全国规模排名靠前的地位，在枪弹底火类产品具备规模最大的优势，在国内军用火工品行业内具有较为重要地位。

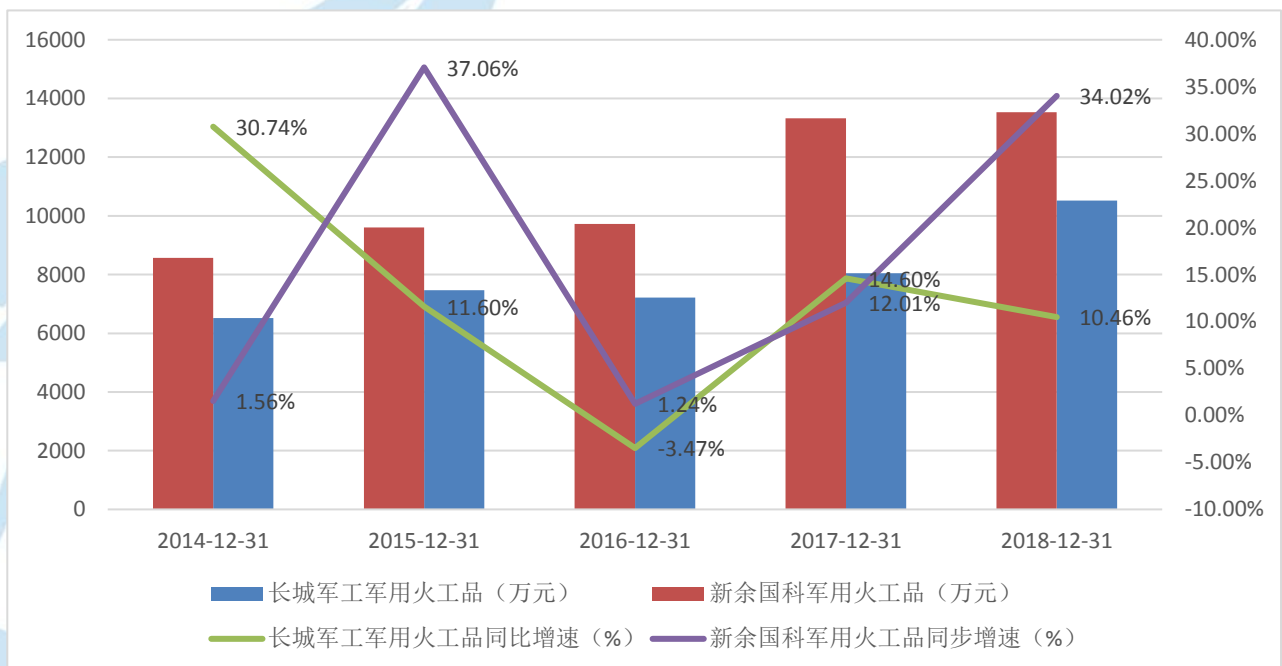
军用火工品核心技术优势明显。火工品的核心技术在于药剂，公司在火工药剂方面具有核心技术，具有较强的研发优势。报告期内，公司和全资子公司特装公司、控股子公司南京国科均是国家高新技术企业；公司继续保持了原有的省级企业技术中心、省级工程技术研究中心、省级工程技术中心、省级博士后创新基地、省级劳动模范创新工作室等五个省级科技创新平台，汇集了一支高素质的经营管理和产品开发、设计、制造的专业人才队伍。公司同时也是江西省气象服务国民经济动员中心、新余市工业设计中心等。公司研制的某型火帽和雷管系列随总体某型弹药系列分别获得工信部颁发的《国防科学技术进步奖证书》，

兵器集团颁发的《中国兵器工业集团有限公司科学技术奖励进步奖证书》，充分体现了公司的科研和平台创新能力，展示了公司在军用火工品方面的核心技术优势。结合军事实战化训练的时代背景和需求，公司充分发挥火工、烟火、信号等技术优势，将火工、烟火、信号等技术应用于军用训练器材研制和生产，研制开发了系列军队训练用军用训练器材，为部队训练提供在产和在研产品 20 余个品种，在军事训练器材领域体现了较强的专业优势。

军品业务潜在竞争加剧。公司面临的竞争对手主要有兵器集团的北方特能集团、兵装集团下属火工品企业、火工品配套的一些总装单位以及军工集团控股的火工品新上市公司，如长城军工等。其中，北方特能集团的军用火工品在技术、产能、研发、品牌和销售等方面具备较强的综合优势和能力；兵装集团下属火工品企业在某些火工品领域也处于优势地位；一些需要火工品配套的总装单位也在开展自行研制、生产，等，对公司的军品业务形成冲击，呈现潜在竞争加剧的趋势。

以拥有军用火工品子公司的长城军工为例，长城军工 2018 年在深交所成功上市，缩短了与新余国科在资本市场的竞争差距。2014 年-2018 年军用火工品的收入分别为：6519.10 万元、7471.06 万元、7211.68 万元、8047.94 万元、10522.21 万元；2014 年-2018 年同比增速分别为：10.46%、14.60%、-3.47%、11.60%、30.74%。

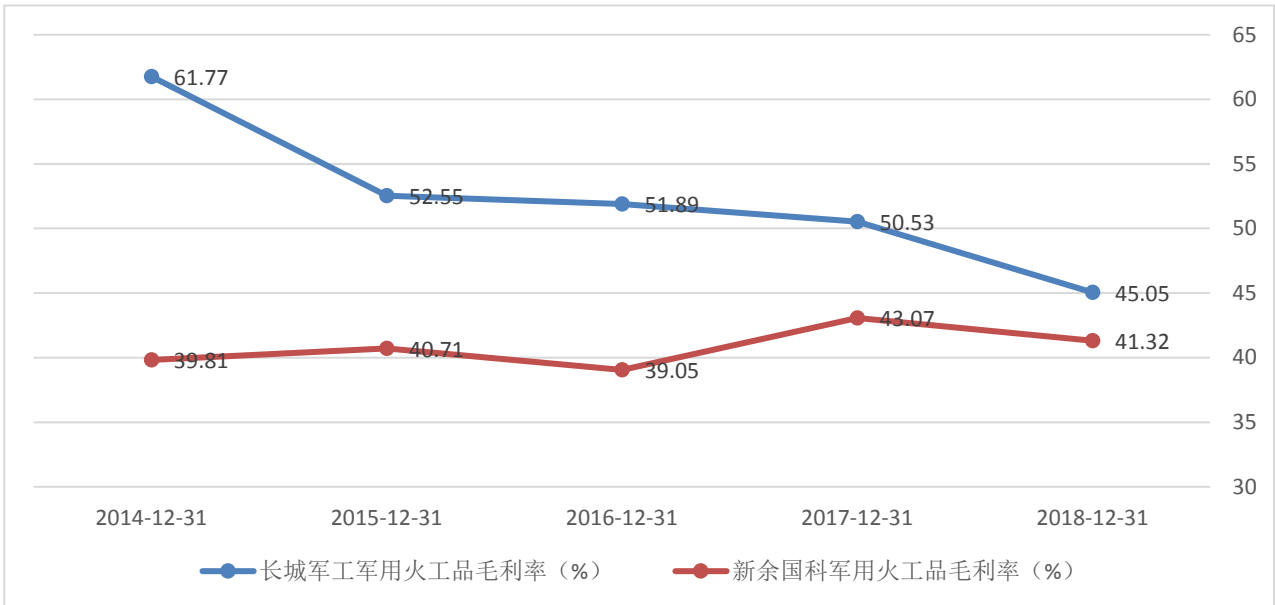
图 15：新余国科与长城军工军用火工品收入与同比增速对比情况（单位：万元）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

长城军工 2014 年~2018 年军用火工品毛利率分别为：61.77%、52.55%、51.89%、50.53%和 45.05%；2014 年~2018 年军用火工品收入营业占比分别为：5.07%、4.86%、5.55%、5.4%和 7.36%。军品毛利率基本控制在 50%左右，盈利能力较强。军品营收占比自上市以来出现大幅增长。

图 16：新余国科与长城军工军用火工品毛利率对比情况



资料来源：wind，中航证券金融研究所

从以上对比图可以看出：

- 1、公司在军用火工品方面的营业收入绝对值同期均高于长城军工，同比增长速度多数年份高于长城军工，表明公司在军工火工品方面在同行业具有重要地位，在同领域具有优势基础。
- 2、2018 年长城军工上市后，军用火工品营业收入同比出现了 30.74% 的大幅增长，情况类似于新余国科上市第一年 37.06% 的大幅增长。表明，长城军工的竞争实力进一步加强，以此为趋势，公司面临的潜在竞争将不断加剧。
- 3、长城军工的军用火工品毛利率虽呈下降趋势，但一直维持在 45% 以上，一直高于新余国科同期毛利率 40% 左右的水平，军用火工品的盈利能力强于新余国科，对公司生产、经营提出更高要求。
- 4、长城军工自上市以来，军用火工品的营业收入和营收占比都出现了双向大幅增长，竞争实力不容小觑，对公司军品业务形成巨大挑战。

保持军品竞争优势，需要重点实施创新驱动，提升高技术、高附加值军品占比，扩展军品产能。随着国家对常规武器装备需求减少，重点向高、精、尖武器装备转化，向海、空、火箭军等兵种转化，这些因素对公司的军品科研、生产、经营提出了更高的要求。公司军品保持竞争力需要不断创造生机和发展机会。在通过技术改造进一步扩大军用火工品和军用训练器材等军品研制、生产能力，满足军品订单持续增长的需要的基础上，公司应持续实施创新驱动，充分发挥科技创新平台功能，进一步提升公司研发水平，以军用火工烟火技术为核心，加大新产品、新技术的研发和推广力度，优化产品结构，积极培育高技术、高附加值新产品，提升高技术、高附加值军品任务和在产品占比，为公司发展不断增添新的经济增长点和持续业绩支撑。

(二) 民品业务

1. 国家人工影响天气和气象观测领域一系列政策出台，人影装备行业面临发展机遇

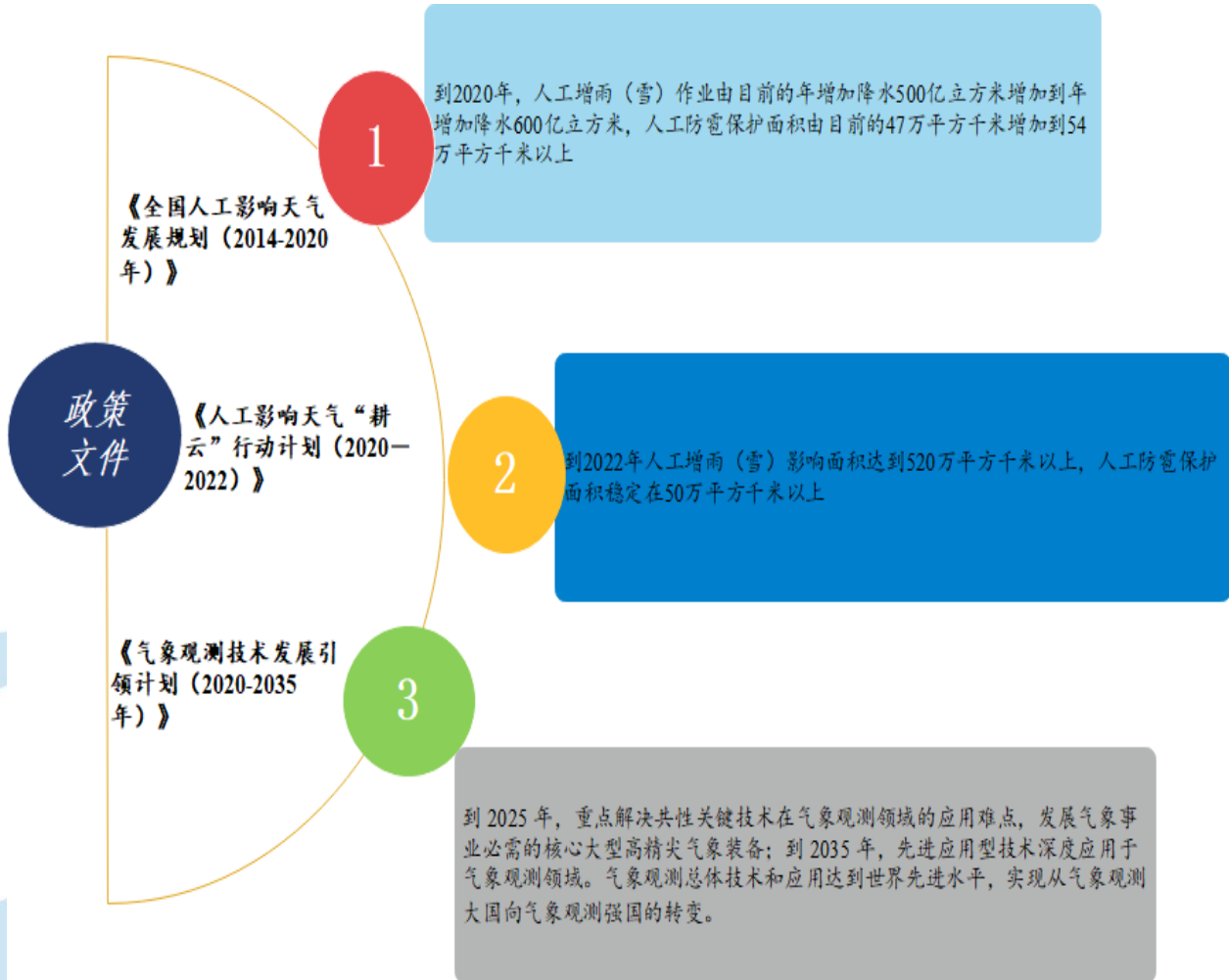
经过多年发展，我国人工影响天气已成为国家和地方共同协调发展的一项重要基础性公益事业，由于人工影响天气在服务农业生产、缓解水资源紧缺、防灾减灾、保护生态以及保障重大活动等方面具有重要作用，政府相关部门高度重视，人工影响天气工作被广泛纳入各级规划和财政保障，受到社会的普遍认可。近些年，随着我国经济社会发展，各种重大社会活动和突发公共事件对人工消（减）雨的需求不断增长。而且，随着我国承办的重要国际性会议、赛事和各类重大活动不断增多，人工影响天气用于保障重大活动气象条件的需求也将更加频繁和迫切。人影作业需求整体呈上升趋势。

2014年12月，国家发展改革委和中国气象局联合印发《全国人工影响天气发展规划（2014-2020年）》（以下简称《规划》）。《规划》指出，我国云水资源开发潜力巨大。研究表明，我国大陆上空平均水汽输入总量约为18.2万亿立方米，输出总量约为15.8万亿立方米，每年净输入量约为2.4万亿立方米，占输入总量的13%。在现有技术条件下，我国人工增雨潜力每年约2800亿立方米，而目前实际年增雨量仅为500亿立方米左右，空中云水资源有着巨大的开发潜力。《规划》指出，到2020年，要建立较为完善的人工影响天气工作体系，基本形成六大区域发展格局，基础研究和应用技术研发取得重要成果，基础保障能力显著提升，协调指挥和安全监管水平得到增强，人工增雨（雪）作业由目前的年增加降水500亿立方米增加到年增加降水600亿立方米，人工防雷保护面积由目前的47万平方千米增加到54万平方千米以上，人工消减雾、霾试验取得成效，服务经济社会发展的效益明显提高。

2019年10月，中国气象局颁布了《人工影响天气“耕云”行动计划（2020—2022）》（以下简称《计划》）。《计划》提出建设目标，到2022年，人工影响天气要深度融入国家战略、作业实施更加精准、科技水平明显提高、安全防线更加稳固。其中，人工影响天气“三项行动”取得显著成效，工作体系更加完善，关键技术取得重要进展，人工影响天气研究型业务基本形成，安全综合防范能力显著提升，人工增雨（雪）影响面积达到520万平方千米以上，人工防雷保护面积稳定在50万平方千米以上。

2019年11月，中国气象局制定了《气象观测技术发展引领计划（2020-2035年）》，（以下简称《计划》）。《计划》提出发展目标，到2025年，重点解决共性关键技术的气象观测领域的应用难点，发展气象事业必需的核心大型高精尖气象装备，初步实现气象观测技术装备智能化和观测协同化，我国气象装备整体水平和实力得到全面提升。到2035年，先进应用型技术深度应用于气象观测领域，针对特定目标的多维立体观测技术、智能协同观测技术、多源观测数据融合应用技术水平大幅提升，能够为不同的应用需求提供气象观测的系统级解决方案。气象观测总体技术和应用达到世界先进水平，实现从气象观测大国向气象观测强国的转变。

图 17：近期国家层面人工影响天气和气象观探测领域一系列政策



资料来源：中国气象局网站，中航证券金融研究所整理

国家层面人工影响天气和气象观探测领域一系列政策的出台对人工影响天气和气象观探测技术的升级换代提出更高的、迫切的发展需求，高技术水平、高可靠性、高安全性的人影探测和作业装备的更新换代需求将日益旺盛。这些将大幅提升国家对人工影响天气和气象观探测领域的增量投入，为公司人工影响天气产品和气象设备等民品业务提供了良好的发展机遇，人工影响天气装备行业将随国家各项政策的大力支持而快速发展。

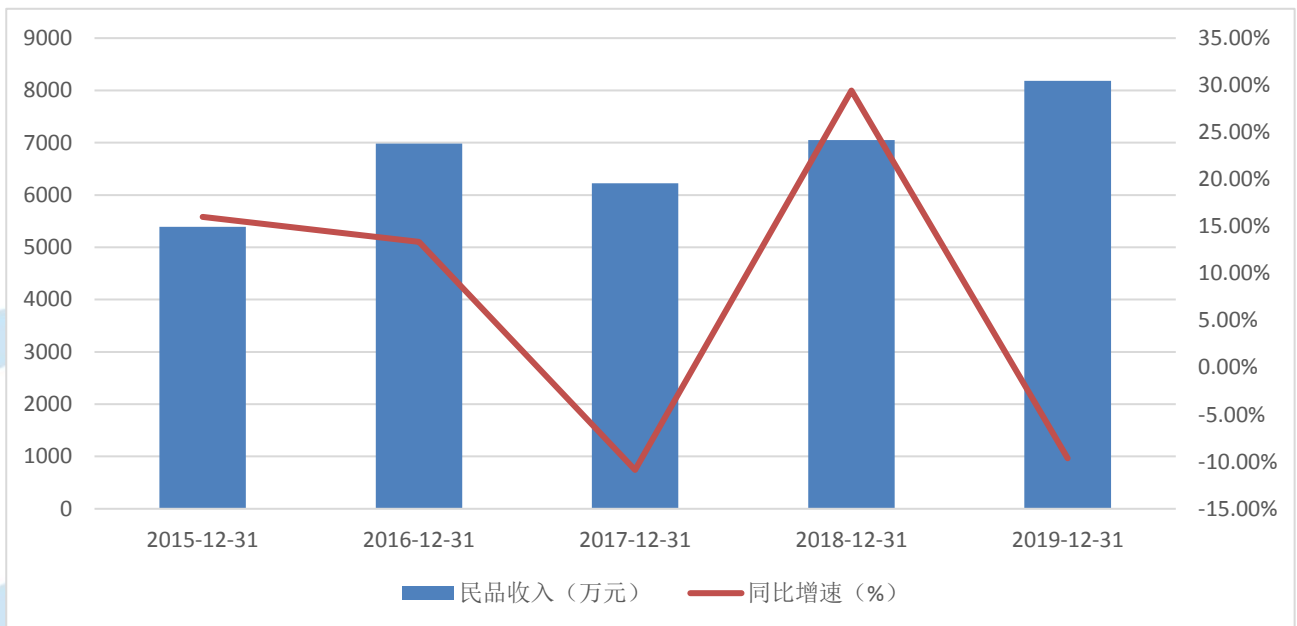
2. 扩产项目稳步推进，气象保障项目取得新发展，民品业绩持续增长，盈利能力有望增强

公司民品业务主要包括人工影响天气装备、气象装备的研发、生产和销售，主要包括人影燃爆器材及人影作业设备、气象观探测装备及相关软件。人影燃爆器材包括各种适应冷云、暖云气象环境的系列人工防雹增雨火箭弹、焰弹及烟（焰）条。人影作业设备包括火箭发射系统、地面碘化银催化系统、焰弹和烟（焰）条播撒装置、人影火箭弹危险品储存柜及抗爆箱等。气象观探测装备包括降水现象仪、自动气象站、气象探空火箭、城市内涝自动监测系统。

民品业务的市场需求主要来自于国家对人影的财政支出，随着近几年系列相关政策的出台，叠加公司在人工影响天气领域的产业体系优势和种类优势，公司一直保有较稳定的客户群，公司民品的业务收入在近几年基本保持了稳定增长趋势。

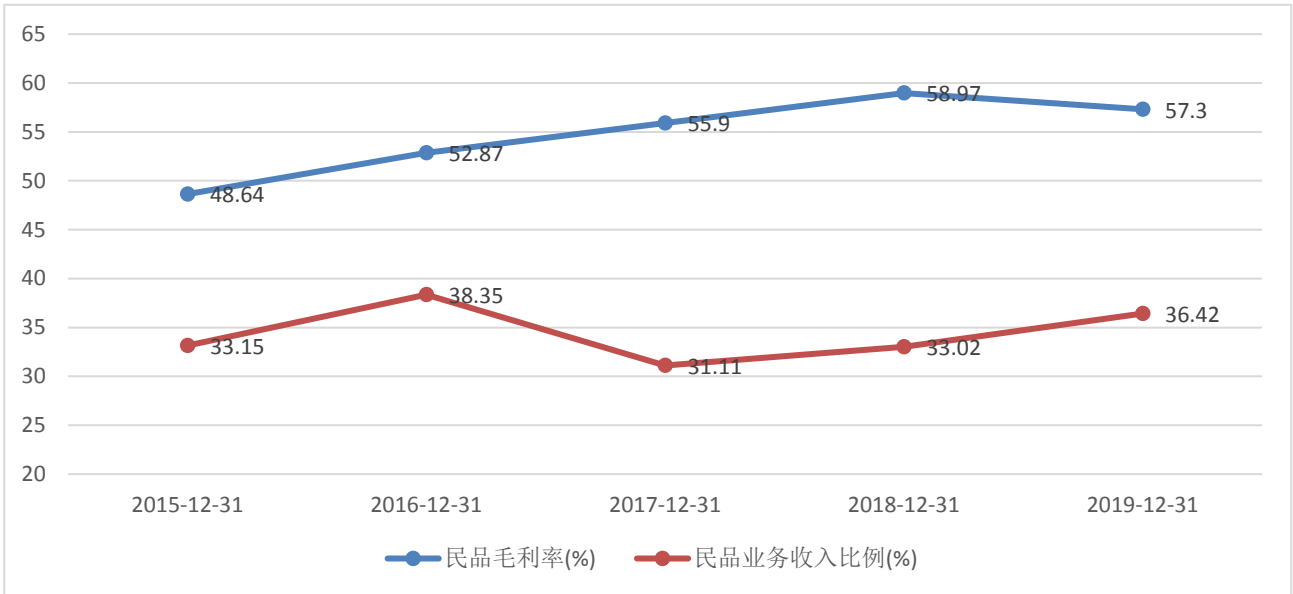
公司 2015 年~2019 年分别实现民品业务收入：5393.38 万元、6980.68 万元、6221.93 万元、7052.72 万元和 8181.94 万元；2015 年~2019 年同比增速分别为：-9.62%、29.43%、-10.87%、13.35%和 16.01%。除 2017 年公司的民品收入有小幅下降外，其他年度均保持了稳定增长，尤其在 2019 年保持了较高增长。

图 18：公司近几年民品收入及同比增长率（单位：万元）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

公司 2015 年~2019 年民品毛利率分别为：48.64%、52.87%、55.9%、58.97%和 57.3%；2015 年~2019 年民品收入营收占比分别为：33.15%、38.35%、31.11%、33.02%和 36.42%。公司民品毛利率呈上升趋势，近几年达到将近 60%，盈利能力逐步增强。民品营收占比基本保持在 30% 以上，营收占比较稳定。公司目前正致力于加大人影和气象环境装备的研发和扩能，进一步巩固和发展公司在人影和气象装备领域的产品优势，业绩和盈利能力有望进一步提升。

图 19：公司近几年民品毛利率及营收占比


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

公司在民品方面致力于重点开发各种新型人影燃爆器材、新型人影作业设备和气象环境监测设备，不断完善和提升气象环境软件及产品技术集成的技术水平、质量水平，在人工影响天气和气象环境监测设备领域，走系列化、信息化、工程化、集成化发展道路。报告期内，公司对接国家发改委、中国气象局等有关气象主管部门，研制开发系列重大气象保障新产品，是 1910 项目、武汉军运会的人工影响天气气象保障项目指定产品服务商。与某汽车改装企业合作的机动式人影探测作业指挥车系统、与无人机开发企业合作的大型固定翼人工影响天气无人飞机项目全面启动，公司参与了该型无人机部分技术攻关，并且该次无人机作业使用的播撒器及烟条也均由公司提供。人影装备扩产项目稳步推进。新建厂房已于 2019 年 8 月 8 日正式开始开工建设，截止 2019 年底已完成主体工程建设。随着公司重大气象保障项目的新发展和有序开展以及扩产项目的稳步推进，公司民品业务有望持续保持增长态势，盈利能力有望持续增强。

以上所涉及主要民品如下：

- **人影作业指挥车**以郑州日产帕拉丁车优质移动平台为依托快速到达指定现场，通过 TG-3 型天气雷达、便携式自动气象站、3G 通信等设备在现场进行小型测雨雷达探测、多要素气象自动站探测、现场音视频等专业探测工作，将以上采集到的现场气象数据、语音视频图像等信息进行发送，同时做到相关数据的海量存储，并通过通信系统与主站接收其他渠道气象产品，利用视频分类显示，多屏幕组合，以移动指挥平台为节点，向上可以接受领导层决策意见，向下可以指挥现场工作人员，从而实现现场远程气象会商，有效与现场数据资料结合，准确进行气象预报，提高工作效率。适用于全国各省、市、自治区及县级人影部门的人工增雨防雹作业。

图 20：人影作业指挥车



资料来源：公司官网，中航证券金融研究所

- **BYF110-2 型机载下投式焰弹播撒器**是飞机实施人工增雨作业的新一代产品。具有安全可靠（焰弹为完整燃烧，无落地残骸）、影响空域大（单弹播撒轨迹约 1.8km）、作业效率高（直接在云中燃烧播撒）等特点。BYF110-2 型焰弹发射器(单边)携带弹量 110 枚，有效携带焰剂重量为 7.48Kg。

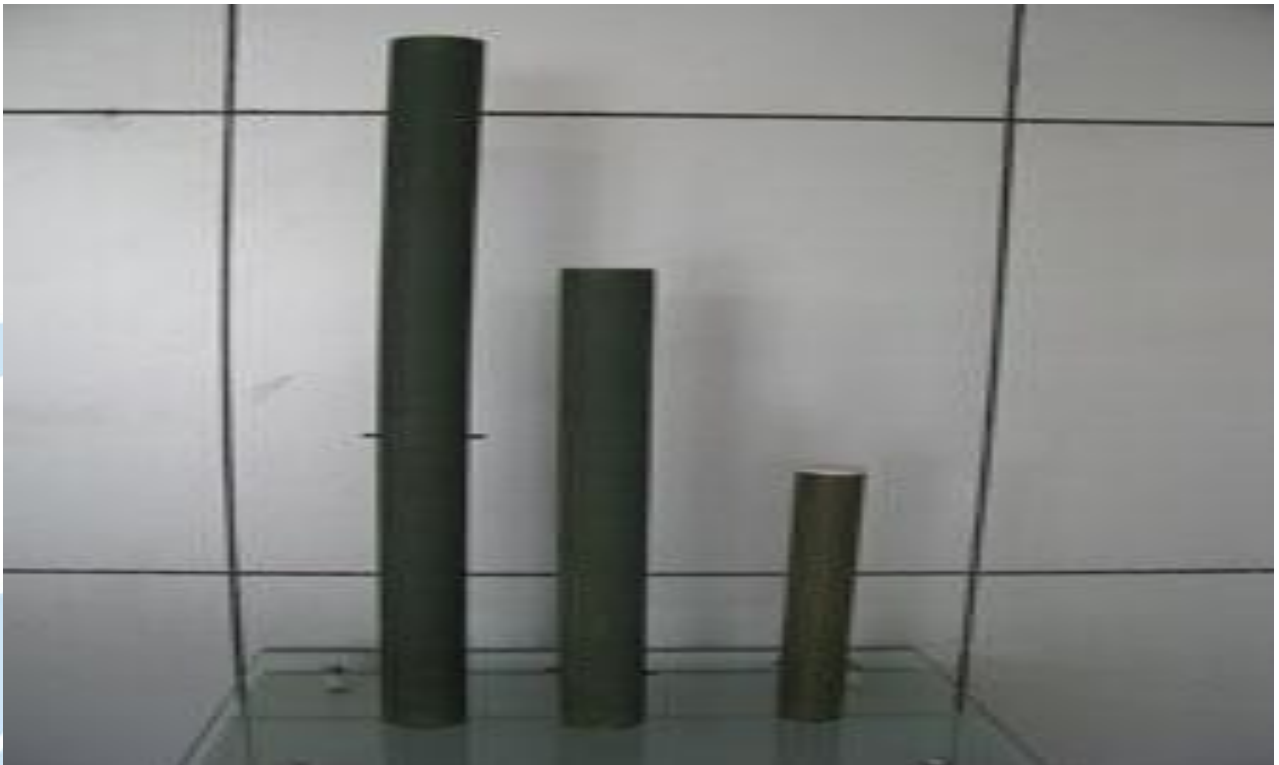
图 21：BYF110-2 型机载下投式焰弹播撒器



资料来源：公司官网，中航证券金融研究所

- 固态 AgI 烟条是一种通过燃烧法播撒碘化银人造冰晶的人工影响天气产品。主要有 Y1000-1A 型、Y400-2 型和 Y700-2B 型系列， Y1000-1A 型通过飞机作业将催化剂播撒到高空过冷云层中或与远程控制碘化银地面催化系统配套用于特定的高山、高海拔地区地形云系；Y400-2 型是通过飞机作业将催化剂播撒到高空过冷云层中，实施人工增雨、增雪和防雹作业；Y700-2B 型与远程控制碘化银地面催化系统配套使用。与同类产品比较，本产品采用整体、一次性装药成型工艺，装药密度均匀，结构简单，燃烧稳定，不会出现断火、瞎火或燃爆现象，作业安全高效。

图 22：固态 AgI 烟条



资料来源：公司官网，中航证券金融研究所

AVIC

3. 民品业务竞争力分析

图 23：公司民品业务竞争力分析



资料来源：中航证券金融研究所

民品产能、市场占有率居国内前列。公司是国内最早从事人工影响天气防雷增雨火箭弹研发与生产的企业之一，是全国人工影响天气标准化委员单位，是国内人工影响天气行业骨干型企业。在人工影响天气领域的产品较为齐全，能够满足人工影响天气所需的气象环境监测、作业装备、作业指挥、贮存设备和信息管理平台需要，具备提供一站式服务的能力，公司具有工信部颁发的年产 5 万发人工影响天气防雷增雨火箭弹生产、安全许可和能力，产品产能、市场占有率均在全国排名前列，与江西、湖南、浙江、福建、河南、海南、西藏、重庆、浙江等 20 多个省市自治区及近 1000 个县（区）的气象部门建立了良好的合作关系，是销售省份最多的企业，在行业内具备较强的影响力，具有重要地位。

民品种类优势明显，技术水平、信息化水平较高。公司在人影装备、气象环境监测领域产品种类齐全，在产和在研产品近 100 个品种，产品技术水平、信息化水平较高，覆盖了气象观探测设备，到人影作业装备、效果评估设备及信息管理系统等各个环节，尤其是公司具有生产各种型号规格的防雷增雨火箭弹能力，相对于同行业竞争对手，具备明显的产品种类优势。公司自主开发的降水现象仪、BL-1A 型、BL-1B 型、BL-2A 型、BL-3 型、BL-4 型增雨防雷火箭弹均已获得中国气象局颁发的气象专用技术装备使用许可证，为该产品在气象环境领域以及其他领域的推广使用提供了服务和保障。公司以核心技术优势为基础，围绕人工影响天气业务配套开发、生产人工影响天气地面作业设备、飞机播撒装置、储存装置等硬件装备和软硬件结合的作业系统，在此基础上通过自主培养和收购南京国科软件有限公司，提升公司在相关领域的软件开发专业化优势和能力，为用户提供人影和气象环境信息管理服务，从而形成硬件产品与信息技术相融合的产业体系。

图 24：公司自主开发的 BL 型增雨防雹火箭弹



BL-1 A 型 56 毫米甲增雨防雹火箭弹



BL-2A 型 44 毫米甲增雨防雹火箭弹



BL-3 型 66 毫米增雨防雹火箭弹



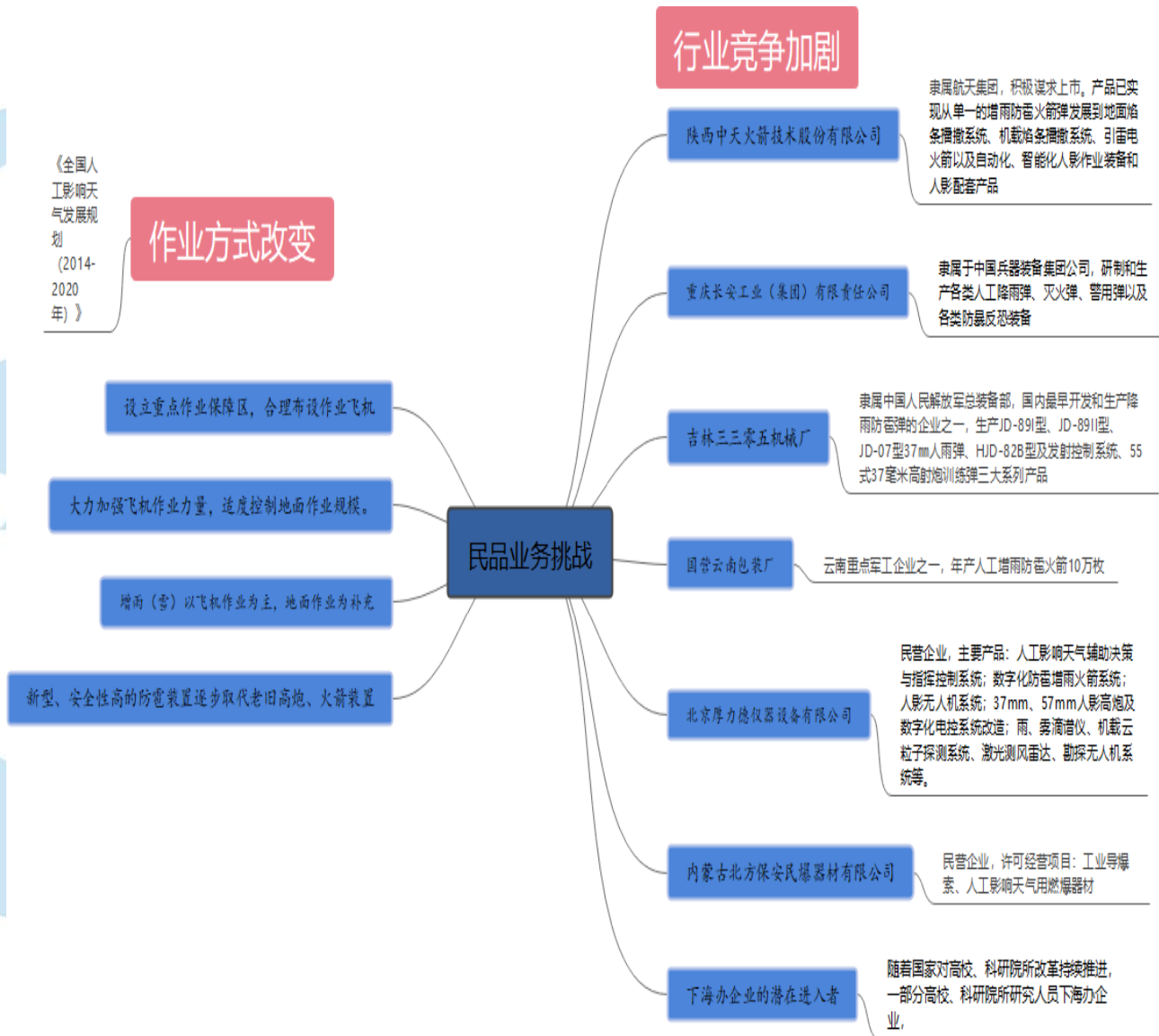
BL-4 型 82 毫米增雨防雹火箭弹

资料来源：公司官网，中航证券金融研究所

民品业务发展面临挑战，市场竞争程度有加剧趋势。民品业务主要面临两个方面的挑战：一是人工影响天气作业方式改变的挑战。根据国家发展改革委和中国气象局联合印发的《全国人工影响天气发展规划（2014-2020年）》，《规划》指出，设立重点作业保障区，合理布设作业飞机，适当建立飞机作业保障基地。以提高作业水平为目的，建立若干试验示范基地，开展作业示范和技术推广立足需求，科学测算，大力加强飞机作业力量，适度控制地面作业规模。增雨（雪）以飞机作业为主，地面作业为补充；防雹以发展新型的、安全性能高的作业装置为目标，逐步淘汰老旧高炮、火箭作业装置。国家层面加大了以飞机作业为主的空基人工影响天气力度，投入的资金重点用于飞机采购和运行保障、飞行作业，地面作业相对投入减少，市场上也在积极开发无人机人工影响天气作业。对公司现有用于地面人工影响天气作业的发射架和增雨防雹火箭弹等产品的经营造成巨大压力。二是同行业竞争队伍扩大，竞争程度加剧。目前，国内生产人

影装备的厂家有陕西中天火箭技术股份有限公司、重庆长安工业（集团）有限责任公司、内蒙古北方保安民爆器材有限公司、国营云南包装厂、吉林三三零五机械厂、北京厚力德仪器设备有限公司等厂商。其中像中天火箭公司、重庆长安工业（集团）有限责任公司等，其所隶属的航天科技集团和兵器集团等都是大型央企，这些央企在资金、人才、技术等方面都十分雄厚，成为公司强劲的竞争对手。中天火箭目前正在积极谋求进入资本市场，如中天火箭成功上市，竞争实力将进一步加强，使公司面临更大竞争压力。随着一些民口、民营企业也在不断进入人工影响天气燃爆器材领域，以及竞争对手在新型可替代现有防雷增雨火箭弹的新型火箭弹等的研制开发，公司现有产品和技术都面临巨大压力和挑战，产品领域存在着供大于求的风险。此外，在气象环境监测领域，随着国家对高校、科研院所改革持续推进，一部分高校、科研院所研究人员下海办企业，给气象环境监测市场带来更多竞争，市场竞争日趋激烈。总之，随着人工影响天气业务的需求不断扩大以及越来越多来自不同方面同行的加入，市场竞争程度有进一步加剧趋势。

图 25：民品业务面临的挑战



资料来源：中天火箭等官网 中航证券金融研究所

巩固和发展公司民品业务优势，需要进一步加强人影和气象环境装备的研发和产能。目前，在民品方面，公司加大了与中国科学院大气物理所、中国气象局人工影响天气中心、华中科技大学等科研院所及特种车辆制造、无人机制造等企业的合作力度，为促进人工影响天气和气象环境领域新产品技术改进和新产品推广应用，尽快形成批产能力和实现规模销售做储备；同时加大与浙江大学、中国联通等科研院所及企业的合作力度，主动参与国家和江西省有关 03 专项行动、5G 产业化项目，积极推动特装公司、气象公司和南京国科公司 3 个子公司的协同创新体系建设，不断发展环境监测、交通气象、水务管理、殡葬管理等领域新产品、新技术，以期尽快实现技术成果转化和销售收入。重点开发各种新型人影燃爆器材、新型人影作业设备和气象环境监测设备，不断完善和提升气象环境软件及产品技术集成的技术水平、质量水平，在人工影响天气和气象环境监测设备领域，走系列化、信息化、工程化、集成化发展道路。通过做好人工影响天气装备扩产项目及人工影响天气和气象环境装备研发项目的实施，提高公司民品研制和生产能力，进一步巩固和发展公司在人影和气象装备领域的产品优势，进一步巩固和提高公司在行业内的影响力。

三、盈利预测与估值

军品业务：军品科研、生产、经营业务，技术力量较强，具有较完备的火工品科研、生产、检测、试验手段，军用火工品种类丰富，能够满足武器装备主要配套产品的需求。与全国主要武器装备厂家建立了长期稳定的合作关系，军用火工品基本覆盖了陆军、海军、空军、火箭军、战略支援部队用军事装备和公安、武警反恐中所需的火工品器材，在军用火工品领域具有较高知名度和影响力，通过异地搬迁技术改造及国防科技工业安全技术改造项目、研制保障条件项目建设、研发中心建设等综合能力建设，在军用火工品领域构筑明显的技术和规模优势，在枪弹底火类产品具备规模最大的优势，在军用火工品领域持续保持了全国规模排名靠前的地位。结合军事实战化训练的时代背景和需求，公司充分发挥火工、烟火、信号等技术优势，将火工、烟火、信号等技术应用于军用训练器材研制和生产，研制开发了系列军队训练用军用训练器材，为部队训练提供在产和在研产品 20 余个品种，在军事训练器材领域体现了较强的专业优势。近几年军品业务稳定增长，公司将持续实施创新驱动，充分发挥科技创新平台功能，进一步提升公司研发水平，以军用火工烟火技术为核心，加大新产品、新技术的研发和推广力度，优化产品结构，积极培育高技术、高附加值新产品，提升高技术、高附加值军品任务和在产品占比，为公司发展不断增添新的经济增长点和持续业绩支撑，公司军民品赢利能力有望不断增强。

民品业务：民品产能、市场占有率居国内前列。公司具有工信部颁发的年产 5 万发人工影响天气防雹增雨火箭弹生产、安全许可和能力，产品产能、市场占有率均在全国排名前列，具备提供一站式服务的能力，与江西、湖南、浙江、福建、河南、海南、西藏、重庆、浙江等 20 多个省市自治区及近 1000 个县（区）的气象部门建立了良好的合作关系，是销售省份最多的企业，在行业内具备较强的影响力，具有重要地位。报告期内，公司在产和在研产品近 100 个品种，产品技术水平、信息化水平较高，覆盖了气象观测探测设备，到人影作业装备、效果评估设备及信息管理系统等各个环节，相对于同行业竞争对手，具备明显的产品种类优势。公司自主开发的降水现象仪、BL-1A 型、BL-1B 型、BL-2A 型、BL-3 型、BL-4 型增雨防雹火箭

弹均已获得中国气象局颁发的气象专用技术装备使用许可证，为该产品在气象环境领域以及其他领域的推广使用提供了服务和保障。公司以核心技术优势为基础，围绕人工影响天气业务配套开发、生产人工影响天气地面作业设备、飞机播撒装置、储存装置等硬件装备和软硬件结合的作业系统，通过自主培养和收购南京国科软件有限公司，提升公司在相关领域的软件开发专业化优势和能力，为用户提供人影和气象环境信息管理服务，从而形成硬件产品与信息技术相融合的产业体系。在人工影响天气和气象装备领域，走系列化、信息化、工程化发展道路，盈利能力有望进一步增强。

综上，在国防支出不断增长、军事实战化训练刚性需求增加以及人工影响天气在防灾减灾，生态环境保护建设和重大社会活动保障等领域作用日益显要的背景条件下，结合公司实施持续创新驱动战略，不断加大新技术、新产品研发力度，以及在军民品领域积极扩产备能的经营策略和竞争意识，把握公司业绩增长稳定和盈利能力稳健的趋势，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.394 元、0.456 元、0.524 元，对应 PE 为 55.64 倍、48.06 倍、41.83 倍，建议持有。

风险提示：本项目具有市场变化风险、安全风险及新冠肺炎疫情波动风险等



表 1: 财务预测与估计值

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	200.02	213.56	224.68	244.91	269.40	296.34
增长率(%)	9.88%	6.77%	5.21%	9.00%	10.00%	10.00%
归属母公司股东净利润	44.74	74.03	39.89	44.09	51.03	58.64
增长率(%)	30.69%	65.46%	-46.12%	10.52%	15.76%	14.92%
每股收益(EPS)	0.399	0.661	0.356	0.394	0.456	0.524
每股股利(DPS)	0.193	0.214	0.250	0.198	0.229	0.263
每股经营现金流	0.149	0.234	0.340	0.519	0.529	0.610
销售毛利率	46.49%	46.86%	48.04%	48.04%	48.04%	48.04%
销售净利率	21.63%	23.57%	16.37%	18.09%	19.04%	19.89%
净资产收益率(ROE)	11.62%	16.99%	8.90%	9.38%	10.30%	11.18%
投入资本回报率(ROIC)	19.01%	17.28%	10.85%	11.78%	14.33%	17.09%
市盈率(P/E)	54.82	33.13	61.49	55.64	48.06	41.83
市净率(P/B)	6.37	5.63	5.47	5.22	4.95	4.68
股息率(分红/股价)	0.009	0.010	0.011	0.009	0.010	0.012
报表预测						
利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	200.02	213.56	224.68	244.91	269.40	296.34
减: 营业成本	107.03	113.48	116.74	127.25	139.97	153.97
营业税金及附加	1.23	1.35	1.46	1.60	1.76	1.93
营业费用	10.44	10.19	11.89	12.48	13.73	15.10
管理费用	36.31	26.95	27.81	30.31	33.35	36.68
财务费用	-0.13	-0.14	0.18	-2.85	-3.73	-4.67
资产减值损失	2.57	1.67	-0.28	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	3.30	1.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-17.44	-28.10	-25.50	-25.50	-25.50
营业利润	42.56	45.92	40.49	50.62	58.83	67.83
加: 其他非经营损益	7.28	7.08	0.18	1.50	1.50	1.50
利润总额	49.84	53.01	40.67	52.12	60.33	69.33
减: 所得税	6.57	2.67	3.88	7.82	9.05	10.40

净利润	43.27	50.34	36.79	44.30	51.28	58.93
减: 少数股东损益	0.00	0.23	0.37	0.22	0.25	0.29
归属母公司股东净利润	44.74	74.03	39.89	44.09	51.03	58.64
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	131.40	99.69	106.59	146.67	185.31	230.13
应收和预付款项	75.53	94.97	95.46	110.70	116.07	133.38
存货	45.62	53.78	58.82	63.91	71.09	77.41
其他流动资产	0.19	20.86	0.42	0.42	0.42	0.42
长期股权投资	0.00	0.69	1.71	1.71	1.71	1.71
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	188.07	187.37	202.61	178.30	153.99	129.68
无形资产和开发支出	40.18	38.72	37.69	33.67	29.64	25.61
其他非流动资产	0.78	0.78	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	481.76	496.85	503.31	535.38	558.23	598.33
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	51.30	41.89	35.61	45.55	42.78	53.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	97.19	18.70	18.70	18.70	18.70	18.70
负债合计	148.49	60.59	54.31	64.25	61.48	72.14
股本	80.00	80.00	112.00	112.00	112.00	112.00
资本公积	204.41	204.41	172.41	172.41	172.41	172.41
留存收益	100.73	151.31	163.67	185.59	210.96	240.11
归属母公司股东权益	385.14	435.72	448.08	470.00	495.37	524.52
少数股东权益	0.00	0.54	0.92	1.13	1.38	1.67
股东权益合计	385.14	436.26	448.99	471.13	496.75	526.19
负债和股东权益合计	533.63	496.85	503.31	535.38	558.23	598.33
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	16.72	26.24	38.10	58.12	59.29	68.35
投资性现金净流量	-33.04	-34.71	-6.84	1.28	1.28	1.28
筹资性现金净流量	124.90	-24.00	-28.00	-19.32	-21.93	-24.81
现金流量净额	108.58	-32.46	3.26	40.08	38.64	44.81

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

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

张玉玲, SAC 执业证书号: S0640517060001, 注册咨询工程师(投资), 从事军工行业研究

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, 未来也将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。