

中航电测 (300114.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 36.44元
 目标价格(人民币): 60.00-65.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	202.80
总市值(百万元)	9,567.69
年内股价最高最低(元)	65.25/21.38
沪深300指数	3221.57



相关报告

1. 《民品车辆安检份额提升, 军工快速成长期临近-中航电测业绩点评》, 2015.10.30
2. 《业绩预告符合预期, 完成并购将产生协同效应-中航电测公司点评》, 2015.1.21

周明巍 分析师 SAC 执业编号: S1130514090004
 (8621)60230234
 zhoumingwei@gjzq.com.cn

与中科院共建实验室, MEMS 产业化提速

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.306	0.431	0.441	0.798	1.238
每股净资产(元)	5.31	5.79	6.27	7.20	8.71
每股经营性现金流(元)	0.11	0.37	0.76	0.63	0.96
市盈率(倍)	52.26	71.86	84.20	46.56	30.02
行业优化市盈率(倍)	69.90	74.07	115.20	115.20	115.20
净利润增长率(%)	0.08%	82.66%	32.99%	80.86%	55.08%
净资产收益率(%)	5.76%	7.45%	9.15%	14.40%	18.47%
总股本(百万股)	156.00	201.97	262.56	262.56	262.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司近期公告, 为进一步增强企业技术研发能力, 推动企业 MEMS 技术应用能力, 快速推动 MEMS 技术产业化进程。中航电测全资子公司汉中一零一航空电子设备有限公司近日分别与**中国科学院半导体研究所**, **中国科学院微电子研究所**签署了《导航器件技术联合实验室协议书》、《导航系统与传感器技术联合实验室协议书》, 决定分别建立“101—中科院半导体研究所导航传感器联合实验室”、“101—中科院微电子研究所导航系统与传感器技术联合实验室”, 开展相关合作研究, 重点围绕导航传感器技术设计、生产加工工艺、产品质量检测分析技术等开展工作。

点评

- **第一, 引入科技国家队, MEMS 核心技术产业化提速:** 在 2014 年中航电测并购汉中一零一时, 汉中一零一就已经公告“与中国科学院等科研院所建立了战略合作关系, 自主研发的战术级 MEMS 芯片及以此为核心的 IMU 模块、军档高精度温补晶振、自主天文定位导航系统等多项新兴技术, 有助于汉中一零一实现在航空航天、兵器、舰船、基础器件等领域的突破性发展, 提高核心竞争力。”此次公告进一步明确了作为科研国家队, 中科院相关 MEMS 技术在产业化过程中, 将优先与汉中一零一形成紧密合作, 互利共赢的目标。
- **第二, 战术级惯导技术产业化市场空间巨大, 技术壁垒极高:** 我们在此前的报告中曾经分析了 MEMS 技术在战术性惯导当中的巨大应用潜力: 美国海军从 1995 年开始研发, 在 2003 年伊拉克战争时就批量装备了基于 MEMS 惯导的“智能炮弹”, 不仅极大提高了弹药的费效比, 更依靠一击致命的精确度, 已经成为决定现代局部战场成败的杀手锏。我国国防如大批量装备, 潜在市场每年就有数十亿元。汉中一零一并购交易报告书(2014.10.22)中曾预测“军方专用部件根据公司与主机厂的合作开发计划, 部件产品将于 2015 年投入生产, 2016 年正式量产”, “产品核心部件由汉中一零一生产并独家供货, 其他部件采用外委加工方式生产”, “根据汉中一零一与购买方的初步谈判, 该产品的售价不高于 3 万元/套, 为保守起见, 本次评估按 2.8 万元/套计算。购买方第一年需求量为 5000 套”。考虑到军队近期改革导致国内各种军品采购比 2014 年时的预期普遍有所延后, 我们判断其大概率有

望从 2017 年开始大批量供货；但同时考虑到与中科院合作后，进一步明确了其技术能力的领先与相对独占性，未来的需求量有望远超此前预期。

■ **第三，军民融合+混改完成，公司致力打造全球“电测先锋”**

公司作为仅有的完成混合所有制改造的中字头军工企业，董监高以及军工部门汉中一零一全员都持有上市公司的股份。公司愿景“成为世界电测先锋，做世界一流的测量与控制解决方案供应商”，其将力争“军品和民品市场、内生式增长和外延式扩张都实现两翼齐飞”。近期传感器行业日本磁传感器企业 TDK 以 2.15 亿美金并购瑞士霍尔传感器厂商 Micronas。在万物互联的时代，大数据，汽车电子以及军工等行业对传感器的需求都将显著增加，中航电测如何继续参与传感器行业的整合也值得期待。

盈利调整与投资建议

- 考虑到受军改影响，航空军品项目量产时间点略有不确定性，我们微调公司 2016/2017 年的盈利预测，预期 2015-2017 年净利润 1.16, 2.10, 3.25 亿元，对应 EPS 0.44, 0.8, 1.24 元(此前预测 0.44, 0.9, 1.15 元)。
- 由于与中科院半导体所以及微电子所的合作加深，未来 MEMS 制导业务发展进一步明确。且未来 3-5 年，仅考虑公司内生式发展，业绩每年都有大幅增长潜力，上调目标价至 60-65 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	568	706	917	1,115	1,491	2,033	货币资金	272	230	324	360	448	604
增长率		24.2%	29.9%	21.6%	33.7%	36.4%	应收款项	178	215	366	355	475	647
主营业务成本	-396	-501	-618	-749	-953	-1,256	存货	138	211	330	298	379	499
%销售收入	69.8%	71.0%	67.4%	67.2%	64.0%	61.8%	其他流动资产	37	41	45	32	40	52
毛利	172	205	299	366	537	777	流动资产	625	697	1,065	1,044	1,341	1,802
%销售收入	30.2%	29.0%	32.6%	32.8%	36.0%	38.2%	%总资产	59.7%	59.2%	64.3%	60.9%	66.5%	72.6%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-4	-6	-8	长期投资	57	63	84	85	84	84
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	250	307	389	431	428	424
营业费用	-42	-51	-66	-81	-106	-144	%总资产	23.9%	26.1%	23.5%	25.1%	21.2%	17.1%
%销售收入	7.4%	7.2%	7.2%	7.3%	7.1%	7.1%	无形资产	112	107	114	152	161	170
管理费用	-90	-105	-131	-162	-209	-285	非流动资产	422	481	590	670	675	680
%销售收入	15.8%	14.9%	14.3%	14.5%	14.0%	14.0%	%总资产	40.3%	40.8%	35.7%	39.1%	33.5%	27.4%
息税前利润 (EBIT)	36	44	97	118	217	340	资产总计	1,047	1,178	1,655	1,714	2,017	2,482
%销售收入	6.4%	6.3%	10.6%	10.6%	14.5%	16.7%	短期借款	0	0	7	0	0	0
财务费用	7	3	1	7	8	11	应付款项	155	233	325	306	396	529
%销售收入	-1.3%	-0.4%	-0.1%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	其他流动负债	12	15	53	43	50	60
资产减值损失	-2	-1	-4	-3	-1	-1	流动负债	167	249	385	349	446	589
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	11	13	16	16	17	18	其他长期负债	35	31	16	0	0	0
%税前利润	20.5%	20.9%	14.1%	11.2%	6.9%	4.8%	负债	202	280	401	349	446	590
营业利润	52	60	111	138	241	368	普通股股东权益	784	828	1,170	1,266	1,455	1,760
营业利润率	9.2%	8.4%	12.1%	12.4%	16.2%	18.1%	少数股东权益	61	69	85	100	116	133
营业外收支	2	3	5	4	4	4	负债股东权益合计	1,047	1,178	1,655	1,714	2,017	2,482
税前利润	54	63	116	142	245	372	比率分析						
利润率	9.5%	8.9%	12.7%	12.8%	16.4%	18.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-4	-6	-14	-11	-20	-30	每股指标						
所得税率	7.8%	9.3%	12.3%	8.0%	8.0%	8.0%	每股收益	0.397	0.306	0.431	0.441	0.798	1.238
净利润	49	57	102	131	226	342	每股净资产	6.534	5.309	5.793	6.267	7.204	8.713
少数股东损益	2	10	15	15	16	17	每股经营现金净流	0.210	0.109	0.368	0.765	0.626	0.958
归属于母公司的净利润	48	48	87	116	210	325	每股股利	0.080	0.080	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	8.4%	6.8%	9.5%	10.4%	14.1%	16.0%	回报率						
							净资产收益率	6.08%	5.76%	7.45%	9.15%	14.40%	18.47%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.55%	4.05%	5.26%	6.76%	10.39%	13.09%
							投入资本收益率	3.92%	4.47%	6.72%	7.98%	12.70%	16.54%
净利润	49	57	102	131	226	342	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	17.46%	24.25%	29.95%	21.60%	33.71%	36.38%
非现金支出	27	29	39	33	35	37	EBIT 增长率	-22.12%	22.94%	117.87%	22.27%	83.05%	56.96%
非经营收益	-13	-14	-15	-21	-21	-22	净利润增长率	-22.49%	0.08%	82.66%	32.99%	80.86%	55.08%
营运资金变动	-39	-56	-51	12	-113	-164	总资产增长率	11.91%	12.45%	40.58%	3.54%	17.66%	23.08%
经营活动现金净流	25	17	74	155	127	193	资产管理能力						
资本开支	-106	-74	-61	-108	-35	-36	应收账款周转天数	81.7	85.2	90.8	100.0	100.0	100.0
投资	-76	0	-1	-1	0	0	存货周转天数	103.3	127.0	159.7	145.0	145.0	145.0
其他	16	6	7	16	17	18	应付账款周转天数	71.7	74.3	86.6	74.0	74.0	74.0
投资活动现金净流	-166	-69	-55	-93	-18	-18	固定资产周转天数	111.5	101.0	111.6	105.0	75.5	52.9
股权募资	0	2	128	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	-34	-19	0	1	净负债/股东权益	-32.18%	-25.67%	-25.25%	-26.34%	-28.52%	-31.87%
其他	-7	-12	-29	-7	-20	-20	EBIT 利息保障倍数	-4.9	-14.1	-82.6	-17.3	-25.9	-31.4
筹资活动现金净流	-7	-10	65	-26	-20	-19	资产负债率	19.31%	23.76%	24.21%	20.34%	22.12%	23.76%
现金净流量	-148	-61	84	36	88	156							

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-11-05	买入	30.10	40.00~40.00
2	2015-01-21	买入	36.69	N/A
3	2015-10-30	买入	37.16	50.00~55.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD