

聚焦高端电子元器件 静候资本风起

——振华科技（000733）深度报告

2016年11月15日

强烈推荐/首次

振华科技

深度报告

报告摘要：

瘦身健体聚焦高端电子元器件。母公司前身大型军工电子基地，公司通过资本运作，剥离非主营业务注入中国振华部分资产，实现公司高端电子元器件业务聚焦，近五年电子元器件业务平均贡献公司约78%毛利。

受益于航天产业及国防信息化发展，电子元器件业务有望保持高速发展。公司在军用电子元器件领域行业地位稳固，电子元器件业务营收近五年复合增速23.1%，毛利五年复合增速22.9%。受益于航天产业发展、电子元器件国产化替代及武器装备信息化，公司电子元器件业务未来有望保持超过20%复合增速。

受益于新能源汽车发展及军工领域应用拓展，动力锂电业务预计仍将快速增长。公司持续加大锂电业务投入，扩大产能，锂电业务2012年至2015年复合增速26%，发展迅速。受益于新能源汽车发展及国防军工领域应用拓展，动力锂电业务未来有望保持超过30%复合增速。

受益于中国电子发展战略，中国振华及中国电子关联资产注入可期。受益于中国电子“整体资产证券化率由55%提升至80%”、“一个板块一个公司”发展战略，公司作为中国电子旗下电子元器件及军工板块主要上市公司平台，中国振华及中国电子旗下关联优质资产如振华风光、盛科网络、成都华微等优质资产存在较强注入预期。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司2016-2018年营业收入分别为68.96、79.77、91.85亿元，归属上市公司股东净利润分别为2.27、3.1、3.81亿元，增速分别为28.5%、36.5%、23.1%，每股收益分别为0.48、0.66、0.81元，对应PE分别为41.4、30.3、24.6。给予公司2017年61倍PE，对应目标价29.3元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,170.02	5,063.57	6,895.85	7,976.86	9,184.74
增长率(%)	40.28%	21.43%	36.19%	15.68%	15.14%
净利润(百万元)	133.59	186.24	239.33	324.44	399.43
增长率(%)	31.34%	39.41%	28.51%	35.56%	23.12%
净资产收益率(%)	3.86%	5.02%	6.08%	7.70%	8.71%
每股收益(元)	0.28	0.38	0.48	0.66	0.81
PE	71.43	52.63	41.40	30.32	24.64
PB	2.81	2.67	2.52	2.34	2.15

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

彭磊

010-66554036

penglei@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116090061

邱日尧

01066554034

qiury@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480115110069

李永乐

010-66554047

liyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116050067

王加焯

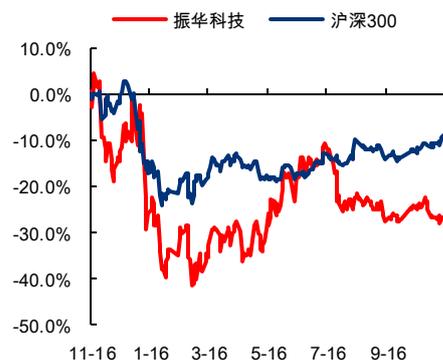
010-66554142

wang_jw@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	19.19-26.23
总市值(亿元)	90.07
流通市值(亿元)	82.36
总股本/流通A股(万股)	46934/42916
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.91

52周股价走势图



资料来源：贝格数据，东兴证券研究所

目 录

1. 振华科技：出身军工，聚焦高端电子元器件	5
1.1 母公司前身大型军工电子基地	5
1.2 瘦身健体聚焦电子元器件业务	6
1.3 “十二五”经营业绩持续向好	9
2. 高端电子元器件：军工需求引领高速增长	11
2.1 五年平均贡献公司 78%毛利	11
2.2 应用领域或以航天为主	13
2.3 军工行业地位稳固	15
2.4 军工需求引领高速增长	16
3. 动力锂电池：军民融合市场广阔	19
4. 资本运作：静待时机成熟资本风起	21
4.1 “十三五”资本运作有望持续加速	21
4.2 中国振华体内优质资产有望相继注入	21
4.3 中国电子体内关联资产值得关注	22
5. 盈利预测及投资评级	23
6. 风险提示	24

表格目录

表 1: 振华科技科研生产实体子公司	6
表 2: 振华科技近年子公司处置一览（单位：万元）	8
表 3: 中国振华近年注入振华科技资产一览（单位：万元）	8
表 4: 振华科技高新电子、专业整机及核心零部件业务营收占总营收比重变化	10
表 5: 振华科技子公司涉军业务介绍	13
表 6: 振华科技用户主要报道	14
表 7: 振华科技子公司涉军产品独特性相关性介绍	15
表 8: 振华科技新增军工项目	16
表 9: 中美军队信息化程度对比	19
表 10: 振华科技动力锂电池募投项目	20
表 11: 中国振华内预期注入资产	21
表 12: 中国电子旗下其他军工资产	22
表 13: 振华科技主要板块收入预测	23
表 14: 军用电子元器件上市公司市盈率比较	23
表 15: 公司盈利预测表	25

插图目录

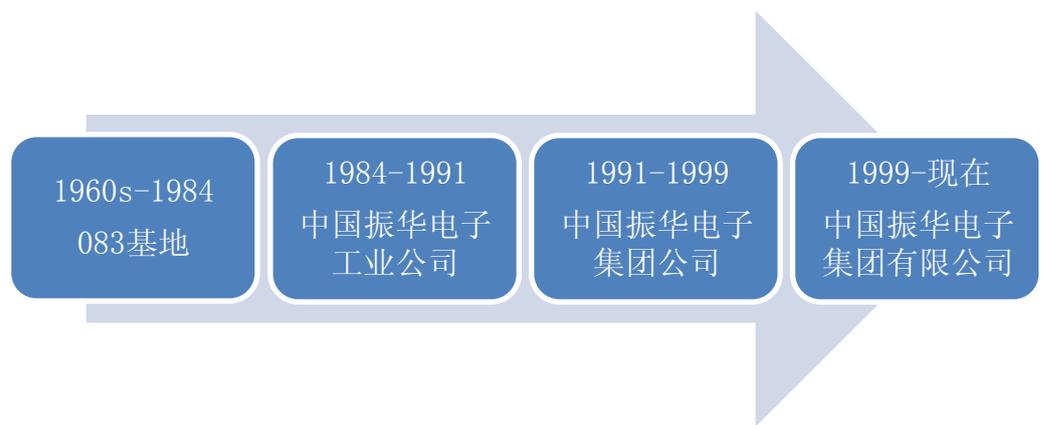
图 1: 母公司中国振华历史沿革	5
图 2: 振华科技股权结构	5
图 3: 中国振华子公司及股权分布	6
图 4: 振华科技产品	7
图 5: 2015 年公司各业务板块营收占比	7
图 6: 2015 年公司各业务板块毛利占比	7
图 7: 振华科技 ROE 逐步提升	9
图 8: 公司股本变化历程 (单位: 万股)	9
图 9: 公司主营业务主要处于产业链中游	10
图 10: 振华科技营收变化 (单位: 亿元)	10
图 11: 振华科技扣非归母净利润变化 (单位: 万元)	10
图 12: 振华科技总营收、高新电子营收、专业整机及零部件营收变化对比	11
图 13: 振华科技营收及扣非归母净利润变化对比	11
图 14: 振华科技销售毛利率及三费占比变化	11
图 15: 振华科技高新电子业务营收变化 (单位: 亿元)	12
图 16: 振华科技高新电子业务毛利及毛利率变化 (单位: 亿元)	12
图 17: 高新电子业务营收及毛利占比变化	12
图 18: 电容/电阻/电感/分立器件业务营收及净利润占比	12
图 19: 振华科技核心电子元器件产品	13
图 20: 振华新云部分航天产品介绍	15
图 21: 神舟八号结构示意图	17
图 22: 航天科技集团“十二五”营收变化 (单位: 亿元)	17
图 23: 航天科工集团“十二五”营收变化 (单位: 亿元)	17
图 24: 航天元器件产品体系	18
图 25: 振华科技圆柱动力电池产品	19
图 26: 振华科技动力电池组产品	19
图 27: 全球锂离子电池产品结构演变及预测	20
图 28: 我国动力电池需求量预测	20
图 29: 导弹发射车采用主机发电系统带来的问题	20
图 30: 振华永光营收及净利变化 (单位: 万元)	22

1. 振华科技：出身军工，聚焦高端电子元器件

1.1 母公司前身大型军工电子基地

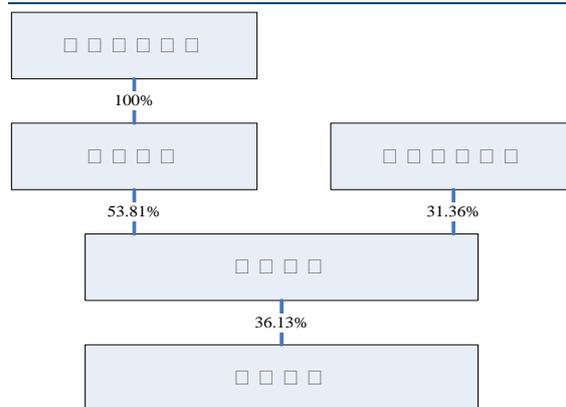
振华科技母公司为中国振华电子集团有限公司（下称“中国振华”）。中国振华前身为上世纪 60 年代中期国家“三线”建设的大型军工电子基地 083 基地，目前为十二大军工央企之一的中国电子信息产业集团有限公司（下称“中国电子”）二级子公司。

图 1：母公司中国振华历史沿革



资料来源：中国振华官网，东兴证券研究所

图 2：振华科技股权结构

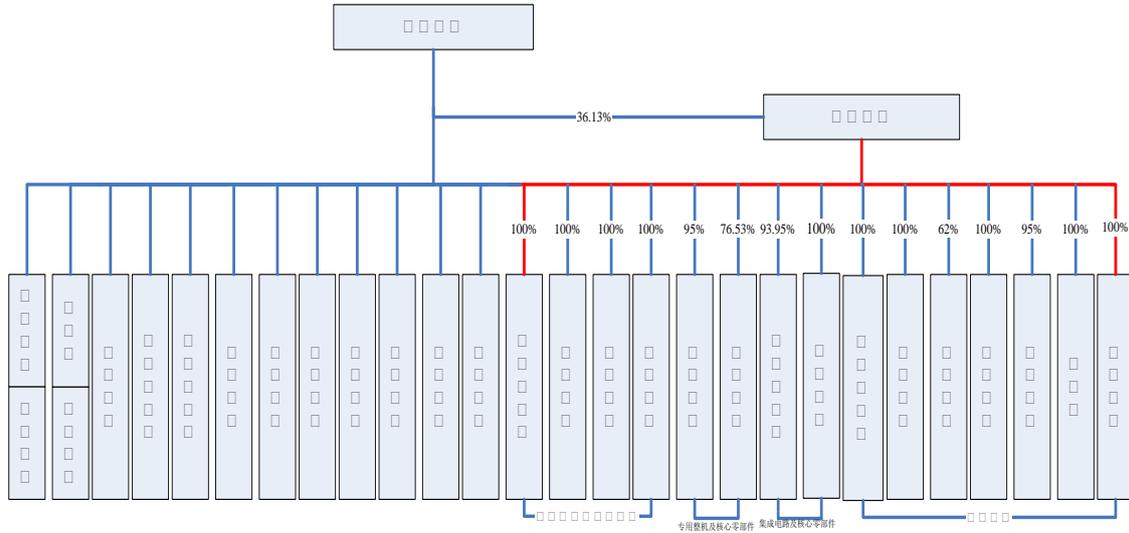


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

据官网介绍，中国振华先后为“东方红一号”、“两弹一星”、探月工程、东风系列、红旗系列、鹰击系列、北斗二号、四代机等绝大多数重点工程提供保障，填补 7 项国内技术空白，创造 8 项国家第一，为国家重点工程和国防建设作出重要贡献。中国振华

现有独资、控股、参股企业 30 余户，其下属主要电子元器件科研生产实体已相继纳入唯一上市公司平台振华科技，如图 3 及表 1 所示。

图 3：中国振华子公司及股权分布



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1：振华科技科研生产实体子公司

子公司	主营业务
振华新云	钽电容器
振华云科	片式电阻器
振华富	片式电感器
振华永光	片式二、三级管
振华微电子	厚薄膜集成电路
振华群英	微型密封电磁继电器、航空航天用接触器
振华宇光	微波电子管、电真空器件
振德华联	开关、连接器
振华新能源	锂离子动力电池

资料来源：振华新云、振华云科、振华富、振华永光、振华微电子、振华群英、振华宇光、振德华联、振华新能源官网，东兴证券研究所

1.2 瘦身健体聚焦电子元器件业务

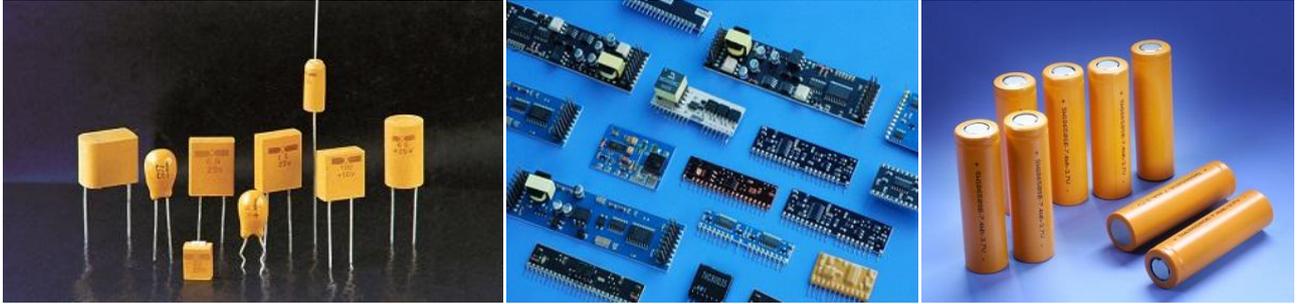
振华科技目前主营业务为高新电子、集成电路与关键元器件、专用整机与核心零部件、现代电子商贸与园区四个板块。高新电子业务代表产品为片式钽电容器、片式电阻器、片式电感器等新型电子元器件；集成电路与关键元器件代表产品为锂离子电池及电源系统；专用整机与核心零部件主要为通信终端产品代工业务。

图 4：振华科技产品

片式钽电容器

厚膜混合集成电路

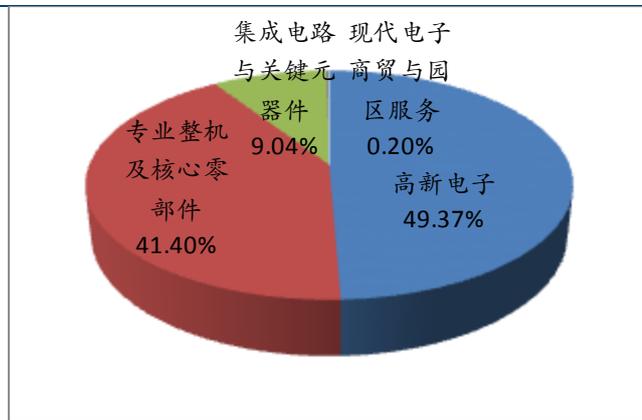
圆柱锂离子动力电池



资料来源：中国振华官网，东兴证券研究所

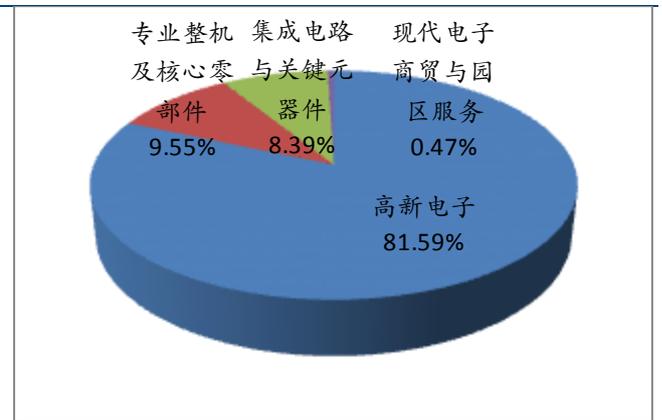
如图 5 及 6 所示，2015 年，高新电子业务营收占总营收比重 49.37%、毛利占总毛利比重 81.59%，为公司主要利润来源。因专业整机及核心零部件业务主要为通信终端产品代工，毛利率低，所以尽管其营收占比 41.4%，毛利仅占比 9.55%。

图 5：2015 年公司各业务板块营收占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 6：2015 年公司各业务板块毛利占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

公司近年来通过一系列资本运作，剥离智能电表、电气智能控制设备、模具机箱柜等非主营业务及相关 10 余家子公司资产；同时通过定增注入振华红云、振华群英、振华华联等中国振华内相关电子元器件资产，净资产收益率逐步提升。公司通过瘦身健体实现高端电子元器件业务聚焦，提高高端电子元器件业务规模及市场占有率。

表 2: 振华科技近年子公司处置一览（单位：万元）

时间	子公司	主营业务	前一年度净利润	ROE (%)	处置方式
2012	贵州振华亚太高新电子材料有限公司	贵金属粉末、贵金属化合物、电子浆料	93.02	7.43	吸收合并至振华云科
	深圳振华亚普精密机械有限公司	气体压缩机、制冷压缩机、制冷设备用零件、氢能源设备、其他自动化设备、金属部品部件研发、生产和销售	-1006	-107.66	股权转让中国振华
2013	深圳市中匀仓储货物运输有限公司	运输及仓储	61.69	8.35	股权转让社会投资者
	中国振华电子集团欧比通信有限公司	手机品牌推广、产品销售及市场服务	-425.98	-7.25	股权转让社会投资者
2014	贵州振华信息技术有限公司	信息系统集成业及相关软硬件、AP 宽带网等	6.90	7.35	股权转让社会投资者
	中国振华电子集团百智科技有限公司	CDMA 手机、相关通信产品的研发生产及销售	-910.96	净资产为负	股权转让社会投资者
	中国振华电子集团智能科技有限公司	研发民用单项、工业用三相智能电表产品	-33.51	净资产为负	股权转让社会投资者
	深圳市振华重大新电气有限公司	电气智能控制设备开发生产销售	-246.00	净资产为负	股权转让社会投资者
2015	深圳市康力精密机械有限公司	模具机箱柜开发生产销售	26.27	5.49	股权转让至深圳电子
	贵州振华红云电子有限公司	多层陶瓷电容器、压电陶瓷传感器等	-92	-2.22	吸收合并至振华新云
2016	贵州振华新能源科技有限公司	锂电子电池和超级电容器，以及相应储能系统和组件的研制、开发、生产、销售及服务	-2	营收为 0	吸收合并至振华科技

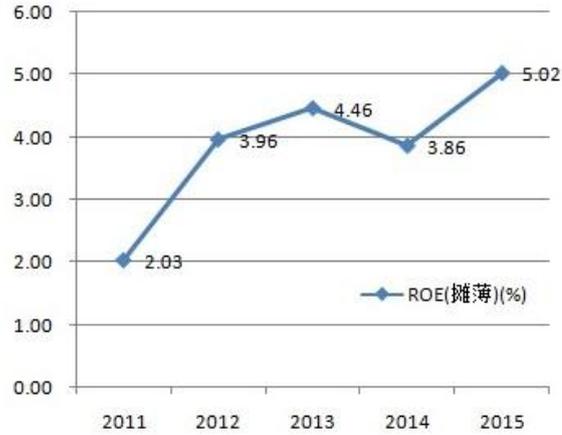
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3: 中国振华近年注入振华科技资产一览（单位：万元）

时间	子公司	主营业务	净资产	净利润	ROE (%)	收购价格
2014	振华红云	多层陶瓷电容器、压电陶瓷传感器等	4135	-92	-2.22	4378
	振华群英	微型密封电磁继电器和航空航天用接触器	17966	510	2.84	12692
	振华华联	开关、连接器	13184	1152	8.74	15870
	新天动力	工业气体制备	2760	36.82	1.33	2839

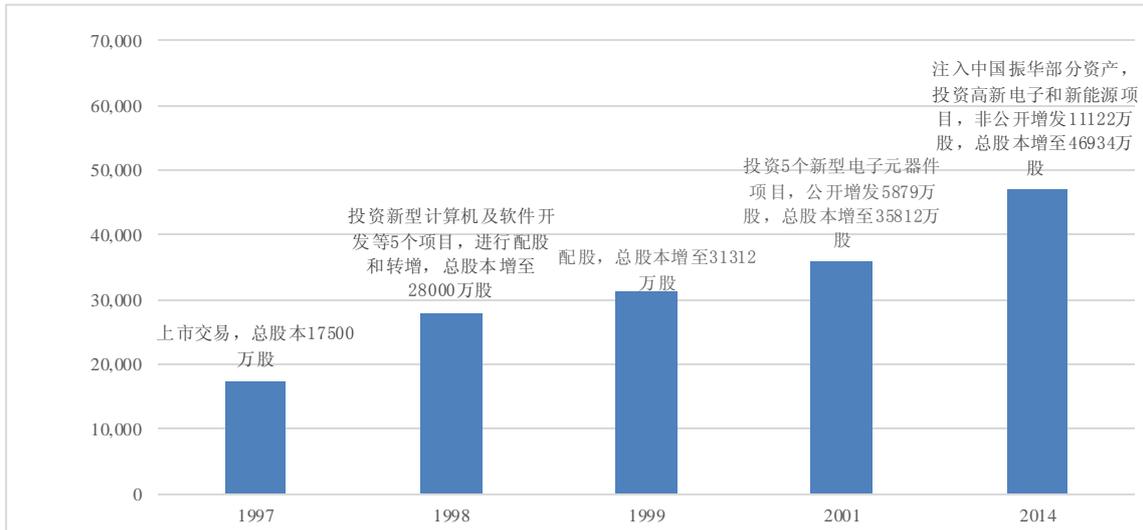
资料来源：公司非公开发行股票预案，公司年报，振华红云、振华群英、振华华联官网，东兴证券研究所

图 7：振华科技 ROE 逐步提升



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 8：公司股本变化历程（单位：万股）

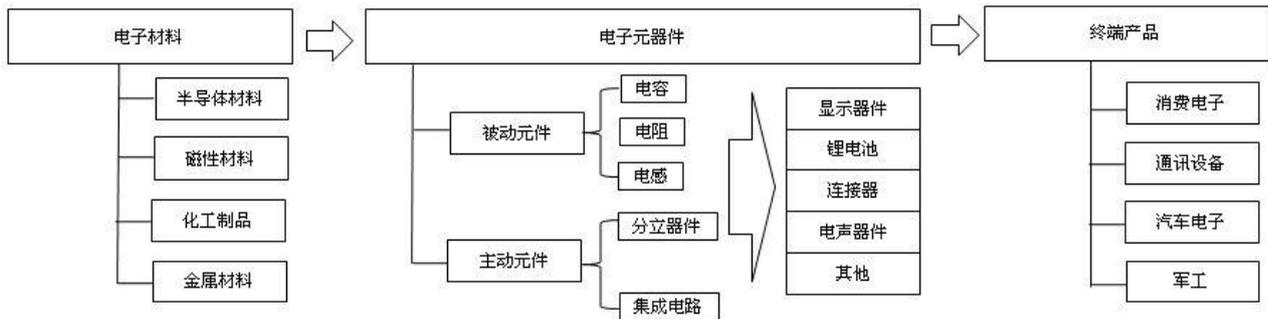


资料来源：wind，东兴证券研究所

1.3 “十二五”经营业绩持续向好

公司主营业务电阻、电容、电感、分立器件等主要处于电子元器件产业链中游，受益于国家信息化发展及公司瘦身健体聚焦主营业务，振华科技主营业务近五年保持高速增长。公司营业收入由 2010 年 29.1 亿元增至 2015 年 50.64 亿元，复合增速 11.7%；扣非归母净利润由 2010 年 1394 万元增至 2015 年 14776 万元，复合增速 60.3%，发展势头良好。

图 9：公司主营业务主要处于产业链中游



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 10：振华科技营收变化（单位：亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 11：振华科技扣非归母净利润变化（单位：万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

主营业务中高新电子、专业整机及核心零部件业务贡献公司主要营收，两项业务之和占总营收比重五年平均值超过 80%。受外需及移动通信终端产品市场格局变化影响，手机出口大幅波动导致专业整机及核心零部件业务营收大幅波动，公司总营收也同向出现较大幅度波动。

表 4：振华科技高新电子、专业整机及核心零部件业务营收占总营收比重变化

业务	营收占总营收比重					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016H
高新电子	33.45%	49.32%	58.72%	56.43%	49.37%	47.52%
专业整机及核心零部件	43.05%	21.66%	21.06%	32.71%	41.40%	45.19%
合计	76.50%	70.98%	79.78%	89.14%	90.77%	92.71%

资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12: 振华科技总营收、高新电子营收、专业整机及零部件营收变化对比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

对比振华科技营业收入与扣非归母净利润变化知,扣非归母净利润变化幅度显著高于营收变化幅度,2012 和 2013 年甚至还出现营收下滑、扣非归母净利润大幅增长的情况;进一步分析知,销售毛利率与三费占比差值为正是扣非归母净利润持续增长的主要原因,差值变化幅度是公司扣非归母净利润增幅大幅变动的主要驱动因素。

图 13: 振华科技营收及扣非归母净利润变化对比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 14: 振华科技销售毛利率及三费占比变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所

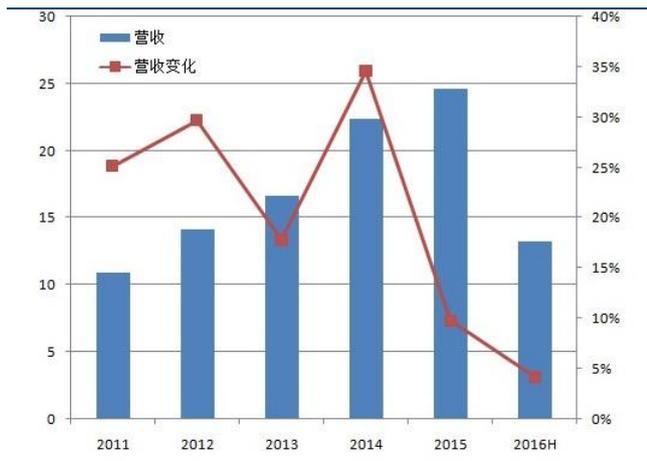
2. 高端电子元器件：军工需求引领高速增长

2.1 五年平均贡献公司 78%毛利

公司高新电子、集成电路与关键元器件、专用整机与核心零部件、现代电子商贸与园区四项主营业务中,高新电子主要为电子元器件相关业务。高新电子业务营收由 2010 年 8.7 亿元增至 2015 年 24.6 亿元,复合增速 23.1%;毛利由 2010 年 2.9 亿元增至 2015 年 8.1 亿元,复合增速 22.9%,公司电子元器件业务“十二五”期间保持快速增长。

公司高新电子业务毛利率总体保持在 30% 左右，且呈现先缓慢下降后逐步上升趋势。受毛利率下降影响，2012 年高新电子业务在营收增幅上升的同时出现毛利增幅下降。

图 15: 振华科技高新电子业务营收变化（单位：亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 16: 振华科技高新电子业务毛利及毛利率变化（单位：亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

对 2011-2015 年高新电子业务占公司总营收及总毛利比重分析知，近五年高新电子业务平均贡献公司约 78% 毛利，且伴随公司瘦身健体聚焦主营业务，高新电子业务毛利占比仍呈现上升趋势。

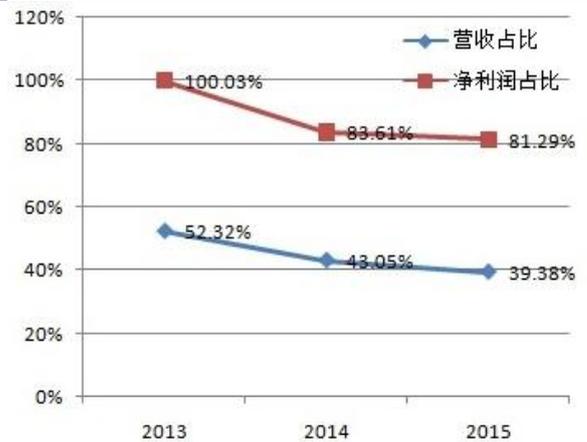
进一步对振华科技子公司财务数据分析知，2013-2015 年振华新云、振华云科、振华富、振华永光 4 家子公司归母净利润之和占总归母净利润比重分别为 100.03%、83.61%、81.29%，说明上述四家子公司为公司最主要净利润来源，亦可说明电容（振华新云）、电阻（振华云科）、电感（振华富）、分立器件（振华永光）相关业务为公司高端电子元器件最核心业务。

图 17: 高新电子业务营收及毛利占比变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 18: 电容/电阻/电感/分立器件业务营收及净利润占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 19: 振华科技核心电子元器件产品


资料来源：中国振华官网，东兴证券研究所

2.2 应用领域或以航天为主

电子元器件相关子公司均涉及军工业务。对振华新云、振华云科、振华富、振华永光、振华群英等子公司官网介绍整理知（如表 5），振华科技主要子公司均涉及军工业务，且在各自军工细分领域均具有重要的行业地位。

表 5: 振华科技子公司涉军业务介绍

子公司名称	公司涉军业务介绍
振华新云	原信息产业部军用钽电容器科研生产重点企业；现有五条通过认证的贯彻国军标生产线，军用固体钽电容器生产线是我国第一条军用电子元器件生产线；国内目前唯一一家获欧洲航天局 A 级供应商资格认证。
振华云科	国内目前片式厚膜固定电阻器中品种最多、规格最齐全军品生产厂家；先后为国家重点项目长征火箭、神舟系列飞船、“嫦娥”绕月飞行卫星等配套生产。
振华永光	我国军用半导体分立器件研制生产骨干企业；曾为“XXX 工程”、“神舟”系列等多项国防重点工程提供技术支撑和产品配套，被总装备部、国防科工委授予军用电子元器件科研生产先进单位。
振华富	“2011 年度中国航天突出贡献供应商”；2001 年成为军品供应商；2005 年确定为航天、航空、兵器军用电子元器件定点配套单位；国际最先进叠层片式电感器全自动生产、检测设备；首次载人交会对接任务物资供应商。
振华群英	国家微型密封电磁继电器和航空航天用接触器研制、生产核心企业，产品广泛应用于以“神舟系列”为代表的载人航天工程和几乎所有国防重点工程；建有国内唯一一条微型密封电磁继电器贯军标生产线。
振华微电子	2000 年 10 月，被中国航天工业供销总公司评为“航天产品用电子元器件定点供应单位”。
振华华联	经原国防科工委、总装备部重新确认的我国军用开关、连接器产品研发、生产骨干企业。国内军用开关门类最多、系列最全、配套能力最强的专业厂家，在行业中占据着不可替代的排头兵地位。

资料来源：中国振华官网，振华新云、云科、群英、华联、永光官网，东兴证券研究所

用户或主要来自航天领域。对中国振华官网“公司要闻”板块进行梳理知，12 条涉及振华科技具体用户的“公司要闻”中 10 条与航天行业密切相关（表 6），航天科技集团、航天科工集团及集团下属主要研究院均提及。我们据此推测振华科技电子元器件产品用户或主要来自航天领域。

表 6：振华科技用户主要报道

报道时间	报道内容
2012.9.23	中国振华北京联谊会举行，集团所属 8家元器件企业 及用户代表参会。会议邀请 航天科技集团、航天科工集团、航天科技一院、航天科技五院 高层领导参会。
2012.9.24	中国振华与 航天科技一院 物流中心签署战略合作协议，这是在2008年首次签订战略合作协议基础上修改续签。集团所属 新云公司、永光公司、云科公司、振华富公司、群英厂、华联厂、振华微公司、风光公司 主要领导出席签字仪式。
2013.1.28	中国 航天科技集团 在200多家供应商中评选出30家“中国航天突出贡献供应商”，深圳 振华富电子 有限公司被授予相关称号。
2014.4.28	国防科工局局长许达哲 视察中国振华及振华科技子公司时对 航天、宇航级产品 等方面配套所作出贡献给予充分肯定。
2014.7.6	航天科技五院 领导到中国振华考察， 新云、永光、云科、群英、华联、振华富、振华微、风光 等8家企业负责人与航天五院领导进行座谈。
2015.8.3	航天科技五院 与中国振华签署战略合作协议， 振华新云、永光、云科、华联、群英、风光及振华微、振华富 等企业负责人参加会议。
2016.6.20	航天科工四院 与中国振华签署战略合作协议， 新云、永光、云科、群英、华联、风光、振华富、振华微、成都华微、苏州云芯 等10家企业销售负责人出席签字仪式。
2016.7.21	中央军委装备发展部载人航天办、航天科技五院 空间站项目办相关领导一行到中国振华调研指导工作，实地考察 振华新云、群英、永光 三家企业产品生产线， 振华新云、永光、华联、风光、云科、群英 等企业负责人参加随后举行的座谈会。
2016.7.27	中国振华与 航天科工十院 签署战略合作协议， 振华科技 总经理肖立书出席签约仪式。双方将在大数据产业、智能制造、装备制造及 电子元器件、电子材料、现代服务业 等领域积极开展合作。
2016.8.18	中国振华与 航天科技九院 签署战略合作协议， 振华科技 总经理肖立书代表振华签署协议。双方将在 航天元器件采购与供应、元器件自主可控 等领域加强合作，共同推进航天元器件发展。
2016.8.30	中国振华举办“十三五”军用电子元器件需求与供应保障技术交流会。军用电子元器件评估委员会责任专家张蜀平，中国电子军工事业部副主任吕宝利，振华科技总经理肖立书及 航天科技集团、航天科工集团 等部分用户单位领导出席会议。 振华新云、云科、永光、群英、华联、风光、振华富、振华微、成都华微 等多家军用电子元器件企业负责人参加交流会。

资料来源：中国振华官网，东兴证券研究所

对子公司振华新云产品介绍查阅知，公司已针对航天科技一院、五院、八院及航天科工二院、三院等用户制定产品型号标准，进一步支撑我们关于“振华科技电子元器件产品用户或主要来自航天领域”的推测。

同时结合表 6 及图 20 还可知，振华科技电子元器件产品或已广泛应用于航天科技一院、五院、八院、九院及航天科工二院、三院、四院、十院等航天系统最核心研究院。伴随我国“十三五”期间航天事业的持续高投入，公司电子元器件业务仍将保持高速增长。

图 20：振华新云部分航天产品介绍

中国振华(集团)新云电子元器件有限责任公司(国营第四三二六厂)					
■ 航天一院用钽电容器优选目录					
电容器类别	型号	外形图	执行标准	特征	页码
片式厚膜钽电容器	CAK45		LMS314-2005 +G99620047-2002	失效等级六级, 钽标; 有极性、片式、高可靠	44
	CAK45A		LMS314-2005 + Z29-G9962029A-2010 或G99620215-2008	失效等级五级, 钽标; 有极性、大容量、小体积、高可靠	51
	CAK45C		LMS314-2005 + Z29J2-G99620303-2007 或G99620189-2006	失效等级五级, 钽标; 有极性、片式、大容量、高可靠	56
	CAK45L		LMS314-2005 + G99620218-2008	有极性、片式、高可靠、高频率 ESR	58
	CAK45M		LMS314-2005 + G99620218-2008	有极性、片式、高可靠、高频率 ESR	58
■ 航天八院 (SAST) 用钽电容器优选目录					
电容器类别	型号	外形图	执行标准 (八院SAST采购规范 或八院SAST-G采购规范 +生产厂产品详细规范)	特征	页码
片式厚膜钽电容器	CAK45		SASTYPS0601/0007-2015	失效等级六级, 钽标; 有极性、片式、高可靠	44
	CAK45A		SASTYPS0601/0012-2015	失效等级五级, 钽标; 有极性、大容量、小体积、高可靠	51
	CAK45C		SASTYPS0601/0008-2015	失效等级五级, 钽标; 有极性、片式、大容量、高可靠	56
	CAK45L		SASTYPS0601/0048-2016	有极性、片式、高可靠、 高频率 ESR	58
	CAK45U		SASTYPS0601/0051-2016	有极性、片式、高可靠、 高频超低 ESR	65
	CAK45M		SASTYPS0601/0049-2016	有极性、片式、高电压、 大容量、高可靠	89
■ 航天五院 (CAST) 用钽电容器优选目录					
电容器类别	型号	外形图	执行标准 CAST采购规范	特征	页码
片式厚膜钽电容器	CAK45 (半封装)		CASTK06001/001A CASTK02001A (航天五院单独执行: CASTPS02017A-2008)	字数值, 失效等级C级(七级)以上, 钽标; 有极性、片式、高可靠	42
	CAK45		CASTPS02017A-2009	失效等级六级, 钽标; 有极性、片式、高可靠	44
	CAK45A		CASTPS02018-2012	失效等级五级, 钽标; 有极性、大容量、小体积、高可靠	51
	CAK45C		CASTPS02018-2006	失效等级五级, 钽标; 有极性、片式、大容量、高可靠	56
	CAK45M		CASTPS02059-2013	有极性、片式、高电压、 大容量、高可靠	89
全钽电容器	CAK3B		CASTPS02014-2006	失效等级六级, 钽标; 有极性、圆柱形、气密封、高可靠、 全铝结构、耐5V反向电压及大纹波电流	157
非面贴钽厚膜钽电容器	CAK35		CASTPS02001A-2010	失效等级六级, 钽标; 有极性、圆柱形、气密封、高可靠、漏电流小	174
	CAK36		CASTPS02015-2006	有极性、圆柱形、气密封、高可靠、 高频低 ESR	185
有引线钽厚膜钽电容器	GCA70		SASTYPS0601/0017-2015	双极性、圆柱形、小体积、低损耗、漏电流小	280
	GCA411C		SASTYPS0601/0017-2015	有极性、圆柱形、大容量、低损耗、漏电流小	284
	GCA72A		SASTYPS0601/0017-2015	双极性、矩形、低损耗、漏电流小	282
	CAK44		SASTYPS0601/0017-2015	失效等级六级, 钽标; 有极性、大容量、矩形、低损耗、漏电流小	289
	CA721		SASTYPS0601/0017-2015	双极性、小体积、矩形、低损耗、漏电流小	294
	GCA41		SASTYPS0601/0017-2015	有极性、小体积、圆柱形、低损耗、漏电流小	298
GCA41S		SASTYPS0601/0017-2015	有极性、小体积、圆柱形、低损耗、漏电流小	300	
GCA43		SASTYPS0601/0017-2015	有极性、圆柱形、小体积、低损耗、漏电流小	302	
GCA44		SASTYPS0601/0017-2015	有极性、 大容量 、矩形、低损耗、漏电流小	304	

注：并不是所有航天八院订货都执行表中SAST采购规范，只有当八院要求执行表中SAST采购规范时，才按表中标准要求执行；其余当八院未要求时按生产厂军标准产品规范。

● 说明：中国航天科工集团其它单位如航天一院、二院、三院配套产品选型型号可参照该院的优选目录。

资料来源：振华新云官网，东兴证券研究所

2.3 军工行业地位稳固

对中国振华及振华科技相关公开报道分析，我们可以推测振华科技在我国军用电子元器件领域行业地位稳固，伴随国家航天行业及国防信息化发展，公司相关业务未来有望保持持续高速增长。

- ◆ **子公司涉军产品多具备独特性。** 振华新云、云科、永光、群英、振华富等子公司涉军产品多具备独特性（表 7），又军品具有研制周期长、前期投入大、小批量多品种等特点，预计“十三五”期间公司产品仍将具备明显竞争优势，公司行业地位稳固。

表 7：振华科技子公司涉军产品独特性相关性介绍

子公司名称	涉军产品独特性介绍
振华新云	军用固体钽电容器生产线是我国第一条军用电子元器件生产线；国内目前唯一一家获欧洲航天局 A 级供应商资格认证。
振华云科	国内目前片式厚膜固定电阻器中品种最多、规格最齐全军品生产厂家。
振华永光	我国军用半导体分立器件研制生产骨干企业。
振华富	国际最先进叠层片式电感器全自动生产、检测设备。
振华群英	国内唯一一条微型密封电磁继电器贯军标生产线。
振华华联	国内军用开关门类最多、系列最全、配套能力最强的专业厂家，在行业中占据着不可替代的排头兵地位。

资料来源：振华新云、云科、永光、振华富、群英、华联东兴证券研究所

- ◆ **新增军工项目势头良好。** 通过对全军武器装备采购信息网公开的军用电子元器件项

目中标信息（可供查阅时间节点为 2015.3-至今）梳理知，振华科技在所有 5 大类军用电子元器件项目中均承担任务（表 9），且在军用电子元件及分立器件等公司传统优势领域具备明显竞争优势，在合计与公司主营业务相关的 28 个项目中承担 17 项，占比超过 60%。从表 9 还可看出，公司中标的 17 个项目中含陆军项目 5 项，又公司传统应用领域航天行业多涉及海、空、火箭军，此亦可说明公司业务已逐步扩展至陆军。伴随“十三五”期间陆军装备信息化发展，公司有望迎来新的增长点。

表 8：振华科技新增军工项目

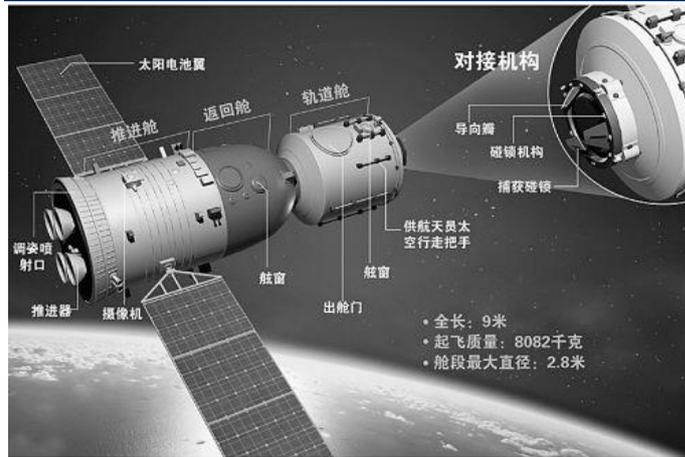
项目名称	发布单位	发布时间	振华科技承担项目情况
2016 年度陆军航空装备军用电子元器件新品项目	陆军	20160923	DC/DC 变换器项目 3 项（共 7 项） 电容器项目 1 项（共 2 项）
军用电子元器件网上发布科研项目	军委装备发展部	20160919	DC/DC 变换器项目 2 项（共 4 项） 电机驱动器项目 2 项（共 3 项） 电阻项目 2 项（共 2 项） 电容器项目 1 项（共 3 项）
2016 年陆军军用电子元器件新品项目	陆军	20160918	智能功率模块项目 1 项（共 1 项）
航天装备元器件新品研制	战略支援部队	20160901	电容器项目 1 项（共 1 项） 温补衰减器项目 1 项（共 1 项）
电子元器件和测试仪器网上发布科研项目	原总装备部	20160323	二极管项目 2 项（共 2 项） 电阻项目 1 项（共 2 项）

资料来源：全军武器装备信息采购网，东兴证券研究所

2.4 军工需求引领高速增长

公司电子元器件产品广泛应用于航天器各分系统。航天元器件指包括宇航级在内的宇航用不同质量等级元器件，包括电子、电气、机电元器件，为航天器各分系统重要组成部分和基石。航天元器件不同于一般军用或工业元器件，航天分系统及设备的特殊应用环境要求其具有体积小、重量轻、功耗低、可靠性及抗辐射能力要求高等特点。振华科技的核心产品片式电容、片式电阻、片式电感等即属于此类产品。

图 21: 神舟八号结构示意图



资料来源：百度图片，东兴证券研究所

航天需求驱动“十二五”高增长。公司电子元器件（高新电子）业务营收由 2010 年 8.7 亿元增至 2015 年 24.6 亿元，复合增速 23.1%，受军品交付周期影响，营收增幅波动较大（图 15）。同期，航天科技集团总营收由 2010 年 843 亿元增至 2015 年 1921 亿元，复合增速 17.9%；共完成 86 次宇航发射，放飞各类飞行器 138 颗，型号任务量较“十一五”翻番。航天科工集团总营收由 2010 年 904 亿元增至 2015 年 1751 亿元，复合增速 14.1%，其中民品营收由 2010 年 589 亿元增至 2015 年 1226 亿元，复合增速 15.8%。航天产业持续稳步增长是公司电子元器件业务“十二五”高速增长的主要驱动因素。

图 22: 航天科技集团“十二五”营收变化（单位：亿元）



资料来源：企业社会责任报告，集团官网，东兴证券研究所

图 23: 航天科工集团“十二五”营收变化（单位：亿元）



资料来源：企业社会责任报告，集团官网，东兴证券研究所

国产化替代驱动增速超航天产业增速。航天科技集团元器件可靠性专家组组长朱明让曾撰文指出我国航天型号国产化元器件数量约占 80%~85%，但高端宇航级元器件仍依赖进口，并提出 2020 年前应以进口替代为主，解决航天关键元器件可获得性。对振华科技年报梳理知，公司国产化电子元器件品种由 2013 年 973 个迅速增加至 2015

年 2266 个，年平均增速 52.6%，2014 年贡献 60%以上新增订单，航天元器件国产化应为公司电子元器件业务增速超航天产业增速主要原因。

图 24: 航天元器件产品体系



资料来源：朱明让《创建我国航天元器件产品与保障的新体系》，东兴证券研究所

我们预测“十三五”公司电子元器件业务有望保持 20%以上复合增速，依据如下：

“十三五”航天产业需求有望贡献电子元器件业务 15%以上复合增速。

- ◆ **受益航天强国建设，航天产业预计仍将保持投入。**国防科工局党组撰文提出 2020 年实现重点突破，加速迈向航天强国；2030 年实现整体提升，跻身航天强国之列，十三五期间我国航天产业国家预计仍将保持高投入。
- ◆ **航天科技集团型号任务量增速与“十二五”接近，元器件国产化需求依旧迫切。**航天科技集团董事长雷凡培接受《中国航天报》专访时指出航天科技集团型号任务量“十三五”将增长 70%~80%，与“十二五”增速接近；集团重点工作提及“全面提升元器件、原材料自主保障能力”，航天元器件国产化需求依旧迫切。
- ◆ **航天科工集团防务产业收入增速预期将超过“十二五”。**受南海局势、朝核问题等周边形势持续紧张及军队演习实战化等因素影响，作为海军、空军、火箭军刚性需求的导弹装备国家投入“十三五”增速有望超过“十二五”，导弹主供应商航天科工集团防务产业收入增速也有望同步超过“十二五”。

“十三五”武器装备信息化有望贡献电子元器件业务 5%以上复合增速。由于我国武器装备信息化程度远低于美国等发达国家，“十三五”期间武器装备信息化需求迫切，有望驱动军用电子元器件业务高速增长。全军武器装备采购信息网公中标信息（可供查阅时间节点为 2015.3-至今）显示，公司已涉及陆军装备信息化领域，中标陆军电子元器件项目 5 项（表 10），“十三五”武器装备信息化有望贡献公司电子元器件未来新的增长点。

表 9：中美军队信息化程度对比

项目	中国	美国
军用卫星数量	20 颗	超过 100 颗
陆军数字化实现时间	2050 年（预）	2010 年
战术电台渗透率	< 30%	200%
地面战术电台数量	> 25 万	110 万
陆军信息化装备占比	起步	50%（2010 年）
海、空军信息化装备占比	起步	70%（2010 年）

资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

3. 动力锂电池：军民融合市场广阔

振华科技子公司东莞振华新能源科技有限公司成立于 2010 年，在手机电芯领域国内一流，为拓宽发展空间由 3C 电子领域进军动力锂电池领域，目前以圆柱动力锂电池及其系统研发生产为主，入选国家《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业目录。公司 2012 年开始实现盈利，营收由 2012 年 1.01 亿元增加至 2015 年 2.01 亿元，复合增速 26%，发展较为迅速。

图 25：振华科技圆柱动力锂电池产品

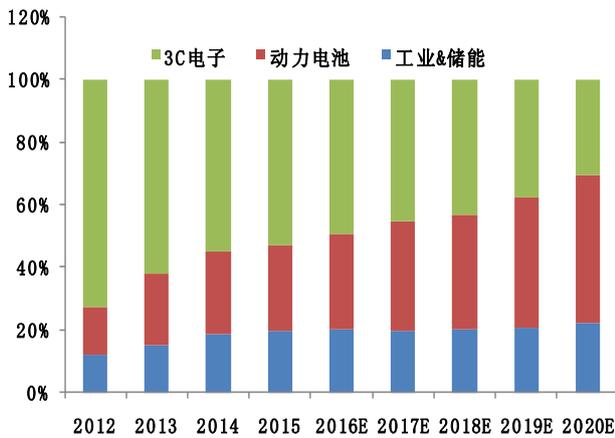

资料来源：中国振华官网，东兴证券研究所

图 26：振华科技动力锂电池组产品


资料来源：中国振华官网，东兴证券研究所

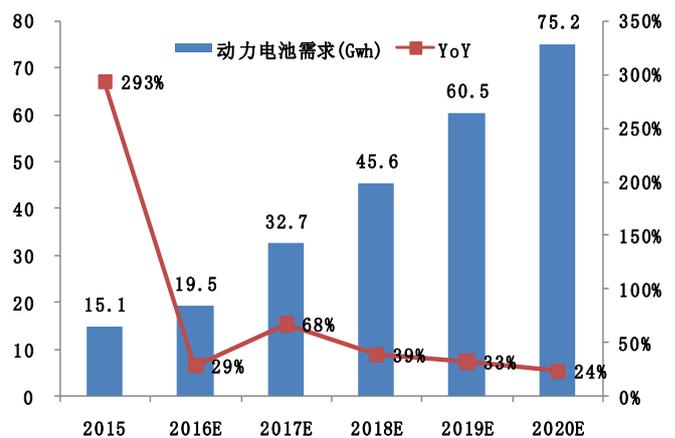
据统计数据，全球传统 3C 电子需求在锂电池中占比从 2012 年的 80% 下降到 2015 年的 53%，而受益于新能源汽车快速发展，动力锂电池占比从 11% 上升到 28%，未来这一趋势还将延续，预计到 2020 年，动力类占比将达到 47%。经东兴电新团队测算，2020 年我国动力电池需求量将达到 2015 年 5 倍，复合增速 38%，“十三五”期间需求合计 233.4GWh，市场总规模超过 3000 亿元。

图 27: 全球锂离子电池产品结构演变及预测



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 28: 我国动力电池需求量预测



资料来源：网络资料，工信部，中汽协，东兴证券研究所

民用领域，为解决产能不足问题，公司于2014年使用募集资金投资锂电动力电池生产线扩产技术改造项目。截至2016年上半年，该项目已改造完工。此外，公司已成功与国内多家电动汽车企业达成战略合作，逐步形成批量供货。

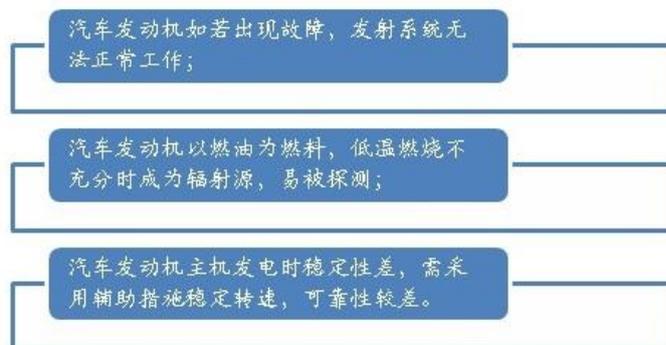
表 10: 振华科技动力电池募投项目

项目名称	投资金额（万元）	预期收益
锂离子动力电池生产线扩产项目	8982	解决产能不足问题，适应市场需求，实现规模效益。预计项目达产后年新增利润总额2,745万元。

资料来源：wind，东兴证券研究所

军工领域，为解决导弹发射车采用汽柴油发电系统所带来的问题，公司正在研制导弹发射系统用动力电池系统，取代传统柴油动力系统，以提高导弹发射隐蔽性与可靠性。如若进展顺利，未来市场空间广阔。

图 29: 导弹发射车采用主机发电系统带来的问题



资料来源：陈泳颖等《导弹发射车主机发电时带外供电方法》，东兴证券研究所

基于上述分析，我们预测振华科技动力锂电池业务“十三五”期间有望保持超过 30% 年复合增速。

4. 资本运作：静待时机成熟资本风起

4.1 “十三五”资本运作有望持续加速

中国电子总经理刘烈宏明确表示计划未来将中国电子整体资产证券化率从 55% 提升至 80% 左右，作为电子元器件板块主要二级单位，中国振华体内优质资产有望进一步注入振华科技。

2016 年 10 月振华科技完成董事长更换，原董事长靳宏荣调任中国电子副总经理，新任董事长杨林曾任中国电子资产经营部副主任、生产运营部主任，中国电子管理层与振华科技联系更为紧密，中国电子体内关联资产注入或可期待。

4.2 中国振华体内优质资产有望相继注入

作为中国振华唯一上市平台，振华新云 5% 股权（95% 股权已归属振华科技、剩余归属中国振华）、振华永光 38% 股权（62% 股权已归属振华科技，剩余归属中国振华）、振华风光、成都华微、苏州盛科、天津飞腾等体外优质资产有望逐步注入振华科技体内；建新机电等非主营业务资产则预计会陆续剥离。

表 11：中国振华内预期注入资产

公司名称	主营业务	简介
振华新云	电容	原信息产业部军用钽电容器科研生产重点企业；现有五条通过认证的贯彻国军标生产线，军用固体钽电容器生产线是我国第一条军用电子元器件生产线；国内目前唯一一家获欧洲航天局 A 级供应商资格认证。
振华永光	半导体分立器件	我国军用半导体分立器件研制生产骨干企业；曾为“XXX 工程”、“神舟”系列等多项国防重点工程提供技术支撑和产品配套，被总装备部、国防科工委授予军用电子元器件科研生产先进单位。
振华风光	集成电路	国内最早组建的半导体双极模拟集成电路专业厂家之一，主要研制生产高可靠半导体双极模拟集成电路、混合集成电路产品，是国内目前为各类重点工程和武器装备提供多型号军用集成电路骨干厂家之一，共有 9 个型号产品先后列入军用电子元器件合格产品目录。2014 年营收 7512 万元，净资产 9955 万元，2015 年营收过亿元。
苏州盛科	以太网设备核心芯片到 SDN 交换平台全套解决方案	2014 年被中国振华收购。国内领先的交换机芯片龙头，提供白牌交换机和解决方案，是国际上少有的拥有完整自主知识产权，具备从高性能以太网设备核心芯片到 SDN 交换平台全套解决方案的公司。盛科网络今年 9 月完成由国家集成电路产业投资基金领投的 3.1 亿元战略融资。伴随国家部门去 IOE，公司市场空间巨大。
成都华微	芯片设计	国家“909”工程集成电路设计公司和国家首批认证的集成电路设计企业；公司具备 90 纳米 CMOS、0.18 微米 Bi-cmos 及 BCD 先进制程的数字模拟混合信号设计技术，可编程逻辑器件、A/D、D/A、模拟电路及接口电路的系列产品方面在国内具有领先优势。

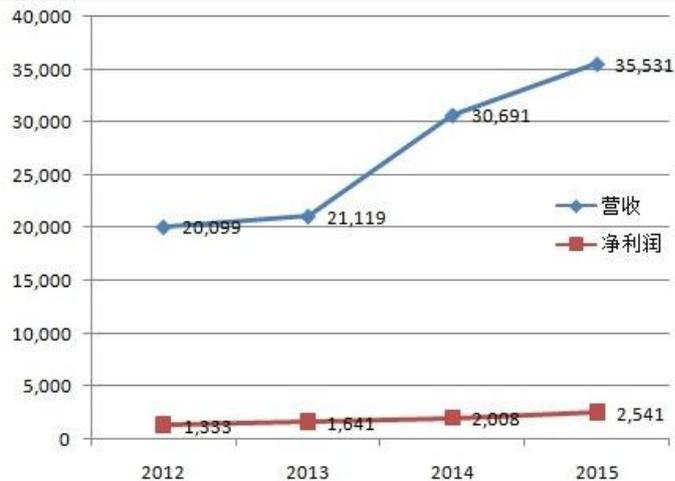
天津飞腾

国产 CPU

2014年9月由中国振华联合国防科大、华大集团、天津滨海新区产业投资基金成立，负责飞腾芯片产业化项目。飞腾芯片曾用于天河一号和天河二号超级计算机。《中国制造2025》明确提出2020年40%核心基础零部件（元器件）实现自主保障，国产CPU市场空间有望达百亿量级。

资料来源：公司官网，互联网资料，东兴证券研究所

图 30：振华永光营收及净利变化（单位：万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

资产注入顺序或为“振华新云 5%股权+振华永光 38%股权+振华风光-成都华微+盛科网络-天津飞腾”。对央企而言，资产可持续盈利能力应是上市公司将其注入首要考虑因素，相比振华永光及振华风光，盛科网络及成都华微尽管前景看好，但尚处于培育期，注入时点或晚于振华永光 38%股权+振华风光；相比振华风光、盛科网络、成都华微，天津飞腾实际大股东为中国电子，中国振华仅参股，天津飞腾注入振华科技尚需中国电子集团层面全力支持，运作难度较大，注入时点应晚于盛科网络及成都华微。

4.3 中国电子体内关联资产值得关注

中国电子总经理刘烈宏曾表示中国电子将按“一个板块一个上市公司”思路调整上市公司业务，旗下振华科技与华东科技部分业务同处电子元器件板块，未来电子元器件板块相关资产整合值得关注。公司原董事长靳宏荣军工背景深厚，此次上调中国电子管理层，未来中国电子体内军工业务资源整合值得关注。

表 12：中国电子旗下其他军工资产

公司名称	主营业务	简介
桂林长海	雷达	前身是始建于 1966 年的国营长海机器厂，公司以军工电子产品为主，为雷达、电子对抗整机科研生产单位。
南京长江电子	雷达	我国第一家设计、制造并出口大型电子装备的整机制造企业，国家一级保密资格认证单位，我国军用电子装备主要科研生产基地，荣获 270 多项国家、部、

省级科技成果奖，军工产品通过 GJB9001B-2009 质量管理标准认证。

南京科瑞达 雷达 为我国陆、海、空三军研制、生产大量电子系统装备，并部分出口国外。在人造卫星、洲际导弹的发射等重大尖端工程中做出重要贡献

资料来源：第 11 届中国航展参展商名单，公司网站，东兴证券研究所

5. 盈利预测及投资评级

“十二五”期间公司通过瘦身健体逐步聚焦高端电子元器件，为片式电容、电阻、电感等片式军用电子元件龙头；同时积极布局动力锂电池领域，发展迅速。

“十三五”期间受益于国防信息化及航天产业持续高速发展，公司军用电子元器件领域仍将保持高速增长；受益于国家新能源汽车行业高速发展及军工领域推广应用，公司动力锂电业务将迎来快速增长；受益于中国电子“整体资产证券化率由 55%提升 80%”、“一个板块一个公司”发展战略，作为高新电子板块主要上市公司平台，中国振华及中国电子关联优质资产存在较强注入预期。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 68.96 亿元、77.97 亿元、91.85 亿元，增速分别为 36.19%、15.68%和 15.14%。选取 6 家与振华科技同处军用电子元器件领域上市公司进行比较，6 家公司平均 PE61.1 倍；我们给予振华科技 2017 年 61 倍 PE，对应股价 29.3 元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

表 13: 振华科技主要板块收入预测

	2015A	2016E	2017E	2018E
高新电子收入（亿元）	24.62	28.32	33.99	40.79
专业整机及核心零部件收入（亿元）	20.65	35.11	38.62	42.49
集成电路与关键元器件收入（亿元）	4.51	5.4	7.03	8.44
合计	49.78	68.83	79.64	91.72
高新电子收入增速	9.81%	15%	20%	20%
专业整机及核心零部件收入增速	58.90%	70%	10%	10%
集成电路与关键元器件收入增速	10.83%	20%	30%	20%
合计增速	26.06%	38.27%	15.71%	15.17%

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 14: 军用电子元器件上市公司市盈率比较

股票代码	股票名称	当前股价	2015PE	2016PE	2017PE	2018PE
002025.SZ	航天电器	25.20	46.33	39.57	33.11	28.30
002179.SZ	中航光电	40.08	42.57	30.94	23.24	17.69
300114.SZ	中航电测	27.30	71.87	76.64	52.63	41.09
600879.SH	航天电子	16.27	63.81	52.45	39.47	31.77
300101.SZ	振芯科技	22.95	163.28	107.58	72.34	57.35

603678.SH	火炬电子	77.53	83.18	68.01	48.76	32.28
	平均 PE			61.1		

资料来源：wind，东兴证券研究所

6. 风险提示

武器装备国防信息化及军用电子元器件国产化进展不及预期。

表 15: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3475	4690	5225	6052	6987	营业收入	4170	5064	6896	7977	9185
货币资金	874	1045	1034	1197	1378	营业成本	3311	4047	5669	6488	7439
应收账款	846	1032	1322	1530	1761	营业税金及附加	12	12	17	19	22
其他应收款	70	54	74	85	98	营业费用	182	190	248	287	331
预付款项	88	103	120	139	161	管理费用	471	508	586	678	781
存货	917	1221	1553	1778	2038	财务费用	31	39	57	82	100
其他流动资产	43	85	177	231	291	资产减值损失	81	89	80	80	80
非流动资产合计	1796	1966	1911	1862	1807	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	152	154	154	154	154	投资净收益	54	19	19	19	19
固定资产	958	928	1364	1335	1300	营业利润	135	198	258	361	451
无形资产	152	198	179	159	139	营业外收入	44	32	35	35	35
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5	7	5	5	5
资产总计	5270	6656	7136	7914	8794	利润总额	174	224	288	391	481
流动负债合计	1307	2532	3076	3540	4037	所得税	41	38	49	66	82
短期借款	629	843	1389	1709	2039	净利润	134	186	239	324	399
应付账款	356	743	699	800	917	少数股东损益	5	10	13	15	19
预收款项	58	41	20	-4	-32	归属母公司净利润	129	177	227	310	381
一年内到期的非	19	160	160	160	160	EBITDA	299	380	505	643	756
非流动负债合计	393	307	20	30	40	EPS (元)	0.28	0.38	0.48	0.66	0.81
长期借款	156	10	20	30	40	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	1700	2839	3096	3570	4077	成长能力					
少数股东权益	234	298	311	326	344	营业收入增长	40.28%	21.43%	36.19%	15.68%	15.14%
实收资本(或股	469	469	469	469	469	营业利润增长	42.00%	46.86%	30.15%	39.69%	25.04%
资本公积	2278	2296	2296	2296	2296	归属于母公司净利润	28.45%	36.54%	28.45%	36.54%	23.05%
未分配利润	471	614	802	1059	1375	获利能力					
归属母公司股东	3337	3519	3730	4018	4372	毛利率(%)	20.59%	20.08%	17.80%	18.66%	19.01%
负债和所有者权	5270	6656	7136	7914	8794	净利率(%)	3.20%	3.68%	3.47%	4.07%	4.35%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2.45%	2.65%	3.18%	3.91%	4.33%	
经营活动现金流	79	354	-118	147	180	偿债能力					
净利润	134	186	239	324	399	资产负债率(%)	32%	43%	43%	45%	46%
折旧摊销	133	143	142	200	205	流动比率	2.66	1.85	1.70	1.71	1.73
财务费用	31	39	57	82	100	速动比率	1.96	1.37	1.19	1.21	1.23
应收账款减少	-117	-187	-290	-207	-232	营运能力					
预收帐款增加	-12	-17	-21	-24	-28	总资产周转率	0.92	0.85	1.00	1.06	1.10
投资活动现金流	-371	-367	-190	-211	-211	应收账款周转率	5	5	6	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.09	9.22	9.56	10.64	10.70
长期股权投资减	0	0	34	0	0	每股指标(元)					
投资收益	54	19	19	19	19	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.38	0.48	0.66	0.81
筹资活动现金流	725	195	297	226	212	每股净现金流(最新	0.92	0.39	0.34	0.35	0.39
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	7.11	7.50	7.95	8.56	9.32
长期借款增加	0	0	10	10	10	估值比率					
普通股增加	111	0	0	0	0	P/E	71.43	52.63	41.40	30.32	24.64
资本公积增加	858	18	0	0	0	P/B	2.81	2.67	2.52	2.34	2.15
现金净增加额	433	183	-10	162	181	EV/EBITDA	31.18	24.60	19.64	15.69	13.55

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

彭磊

工学博士，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业及相关细分领域研究，重点关注武器装备建设及体制改革等方向。

邱日尧

工学硕士，2010年就职于航天科技集团第一研究院，2015年末加盟东兴证券研究所。5年技术和项目管理工作经验，擅长从产业背景下，分析业务盈利模式，重点关注具有成长性的军工电子，机械，新材料等领域。

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

王加煨

清华大学工学硕士，2年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。