



买入

31% ↑

目标价格:人民币 50.00

002179.CH

价格:人民币 38.10

目标价格基础:42 倍 17 年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(0.5)	(3.3)	(2.4)	10.8
相对深证成指	(1.0)	(0.7)	(6.6)	8.3

发行股数(百万)	608
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	22,932
3 个月日均交易额(人民币 百万)	200
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
中国航空科技工业股份有限公司	42

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 4 月 21 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

国防军工

杨绍辉*

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

*滕光耀为本报告重要贡献者

中航光电

军工业务迎来黄金时代, 新能源和集成产品市场快速增长

公司在军用连接器领域是国内龙头老大, 在航空、船舶等领域占据绝对市场份额, 是国内技术领先者和标准的制定者。在新能源汽车领域, 公司连接器占据 1/3 以上市场份额, 随着新能源汽车市场的不断成熟和扩大, 公司在该领域的营业收入也将高速增长。集成产品已在大飞机等领域得到应用, 成长快、毛利高, 将成为公司新的利润增长点。我们给予买入的首次评级, 目标价格 50.00 元。

支撑评级的要点

- **国内的军用连接器领域领导者:** 公司在军用连接器领域占据绝对份额, 国内军工连接器厂家大多起源于不同的军工体系, 其产品多在某一军工领域内应用。中航光电不仅在航空领域占据绝对市场, 在舰船、航天等领域也处于领先优势, 产品种类齐全、分布领域广, 是连接器领域稀有的系统解决方案提供者。随着我国武器装备的大量批产, 公司的军品业务也迎来了黄金时代, 预计未来三年可以保持 20% 以上的高速增长。
- **国内新能源汽车连接器领域的领军者和标准制定者:** 公司凭借其强大的技术优势占据新能源汽车连接器领域 1/3 以上的市场份额。在商用车领域占据主导, 乘用车领域快速发展。预计伴随着新能源汽车领域的发展, 公司在该领域未来三年可以保持 25% 以上的增速。
- **集成产品的组合优势明显, 将成为新的利润增长点:** 集成产品集合了公司多项产品和技术, 是公司技术实力的体现。集成产品收入高、毛利大, 已在大飞机上得到应用, 未来公司将积极开拓集成产品领域, 集成产品将成为新的利润增长点。预计未来三年将保持 30% 以上的增长率。

评级面临的主要风险

- 大飞机的批生产不及预期, 5G 的来临速度不及预期。

估值

- 我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.18、1.56、1.99 元, 对应市盈率分别为 32.2、24.5、19.2 倍, 首次覆盖给予买入评级, 目标价 50.00 元。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	4,725	5,855	7,228	9,434	11,941
变动(%)	35	24	23	31	27
净利润(人民币 百万)	568	734	927	1,218	1,556
全面摊薄每股收益(人民币)	0.943	1.218	1.183	1.555	1.987
变动(%)	28.7	29.1	(2.9)	31.4	27.7
全面摊薄市盈率(倍)	40.4	31.3	32.2	24.5	19.2
价格/每股现金流量(倍)	36.8	99.4	33.6	(1,069.9)	22.4
每股现金流量(人民币)	1.04	0.38	1.14	(0.04)	1.70
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.3	23.2	17.6	13.6	10.4
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.184	0.242	0.309
股息率(%)	0.3	n.a.	0.5	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

十年高速成长，军工领域白马股	5
40 多年历史的军工改制企业	5
业绩优良，高速增长	5
大股东控股情况	5
公司产品结构成长性好，受益连接器市场不断增长	7
全球连接器市场规模不断增长，中国成长最快	7
依托军品，布局民品	7
细分领域占据优势，民品业务成长性好	9
换装不断，军工领域迎来黄金时代	9
新能源汽车销量不断攀升，民品业务值得期待	11
4G 建设高峰已过，通讯产品增速可能减缓	13
集成产品将成为新的增长点	13
积极研发，开拓市场	16
借助外延并购提升竞争力	18
风险提示	20
研究报告中所提及的有关上市公司	22

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历史.....	5
图表 2. 上市以来营业收入增长超过 10 倍	5
图表 3. 上市以来净利润增长 11.4 倍.....	5
图表 4. 大股东控股合计 44.49%.....	6
图表 5. 全球连接器市场规模总体呈上升态势	7
图表 6. 中国连接器市场总量在持续增长.....	7
图表 7. 中国连接器销售额占全球比例的变化情况	7
图表 8. 2016 年全球各地区连接器销售份额占比.....	7
图表 9. 公司连接器产品	8
图表 10. 2014 年全球各领域连接器销售占比	8
图表 11. 2015 年中国地区各厂家销售份额占比	8
图表 12. 公司各业务占比变化情况.....	9
图表 13. 2016 年公司各业务占比.....	9
图表 14. 军工领域主要连接器公司的产品应用范围	9
图表 15. 2014 年全球军用连接器领域前十大厂商的市场份额.....	10
图表 16. 2015 年全球军用连接器领域前十大厂商.....	10
图表 17. 2012~2016 海军下水舰艇数量呈增长态势	10
图表 18. 世界各主要国家武装直升机数量.....	11
图表 19. 中国新能源汽车销量不断增长及未来预期	11
图表 20. 2016 年与 2017 年一季度新能源汽车销售量对比	12
图表 21. 2016 年和 2017 年已公布新能源汽车推荐车型目录情况 ...	12
图表 22. 公司在新能源汽车连接器领域收入的测算	12
图表 23. 公司新能源产品	12
图表 24. 光器件及光电设备营业收入及增长速率.....	13
图表 25. 线缆组件及集成产营业收入和增速	14
图表 26. 集成产品由连接器、线缆、组件、结构件等组成	15
图表 27. 公司 CPCI 产品.....	15
图表 28. 公司 VPX 高速背板.....	15
图表 29. 液冷产品示意图	16
图表 30. 公司液冷产品.....	16

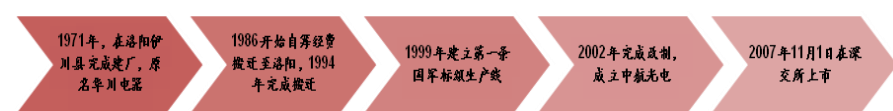
图表 31. 新产业基地奠基活动启动仪式	16
图表 32. 2012~2016 年公司的技术人员数量持续增长	17
图表 33. 2012~2016 公司的研发费用高速增长	17
图表 34. 公司的子公司、联营、合营企业的股权情况	18
图表 35. 子公司、联营、合营企业的主营业务	18
图表 36. 主要子公司收购增资或设立时间路线表	19
图表 37. 主要子公司收入逐年上涨	19
图表 38. 除富士达外其他子公司利润逐年上升	19
图表 39. 导致富士达净利润下降的因素主要是销售服务费、研发费用、人员工资等	19
损益表(人民币 百万)	21
资产负债表(人民币 百万)	21
现金流量表(人民币 百万)	21
主要比率 (%)	21

十年高速增长，军工领域白马股

40 多年历史的军工改制企业

1971 年，公司在河南省洛阳伊川县完成建厂，原名华川电器厂，主要生产航空插销，代号 158，由 117 厂（现沈阳兴华，2007 年被中航光电收购）委派工人进行技术援助，可生产 P 型插销 30 万套/年，品种单一，规模又小，企业经营困难。1986 年开始搬迁洛阳，资金由工人工资自筹和贷款取得，1994 年完成全部搬迁，改名为洛阳航空电器厂（代号不变）。1999 年建立第一条国军标级生产线。2002 年完成改制，成立中航光电科技股份有限公司。2007 年 11 月 1 日在深交所上市。目前公司具备二级保密资质。

图表 1. 公司发展历史

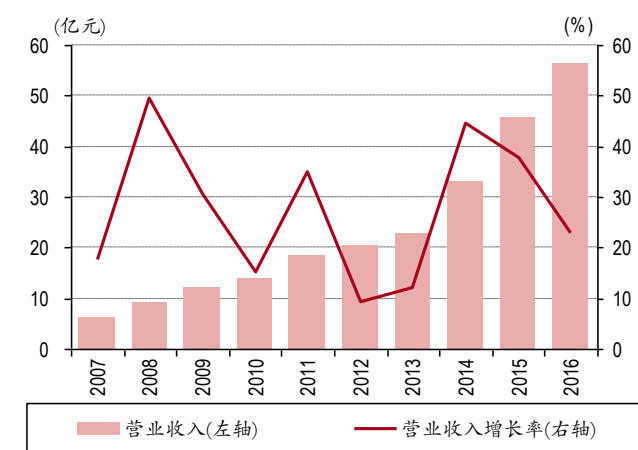


资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

业绩优良，高速增长

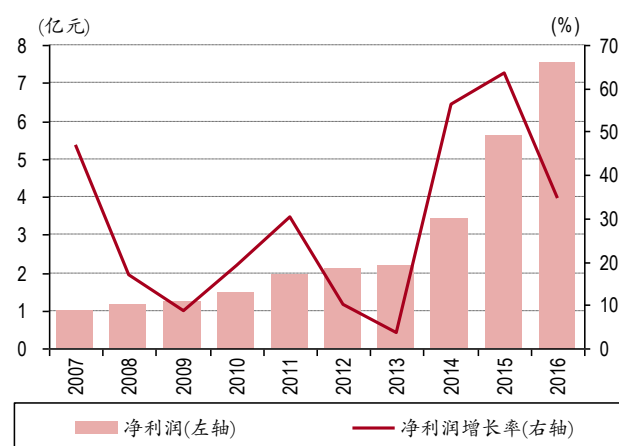
上市以来公司保持业绩的高速增长，营业收入 10 年增长 10.76 倍，复合增长率为 26.8%；净利润 10 年增长 11.40 倍，复合增长率 27.5%。公司共有 4 个主要的子公司，通过并购取得。公司短期内没有资产注入的预期，是一个持续快速成长的优质企业。

图表 2. 上市以来营业收入增长超过 10 倍



资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 3. 上市以来净利润增长 11.4 倍

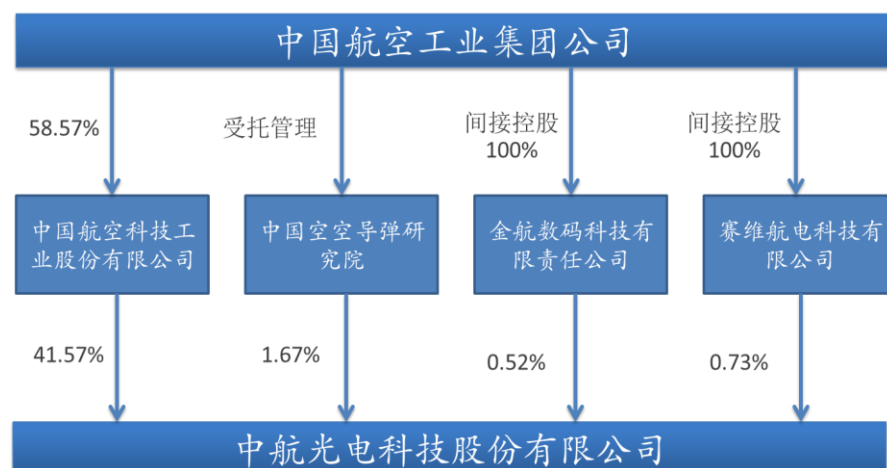


资料来源：公司公告，万得，中银证券

大股东控股情况

直接大股东为中国航空科技工业股份有限公司，持股 41.57%，2009 年中国航空科技工业股份有限公司以持有的东安动力 54.51% 的股权与中航工业持有的中航光电 43.34% 的股权进行置换，完成了对中航光电的直接控股。中航工业集团变为间接大股东，通过间接控股的方式持有公司 44.49% 的股份。

图表 4. 大股东控股合计 44.49%



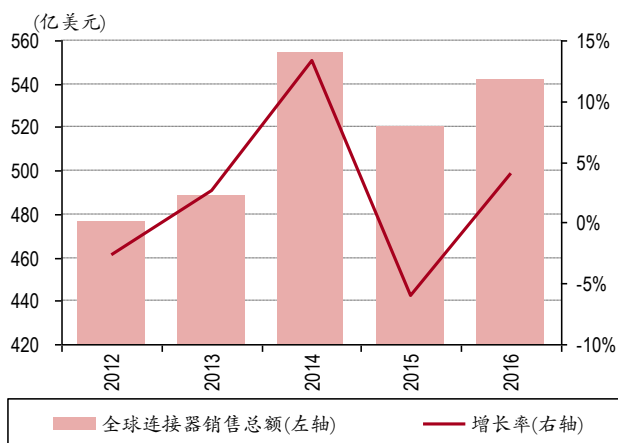
资料来源：公司 2016 年年报，中银证券

公司产品结构成长性好，受益连接器市场不断增长

全球连接器市场规模不断增长，中国成长最快

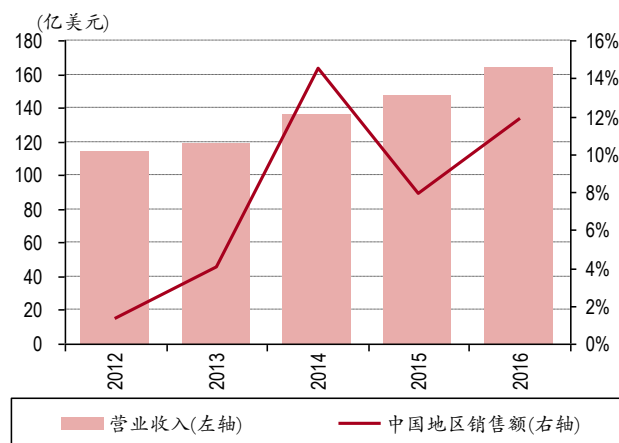
全球连接器市场空间在波动中上升，中国的连接器市场空间一直在稳步提升，2016 年全球连接器市场总量为 541.63 亿美元，中国地区达到了 164.64 亿美元，占到全球市场 30% 的份额。

图表 5. 全球连接器市场规模总体呈上升态势



资料来源: connectorsupplier.com, bishopinc.com, 中银证券

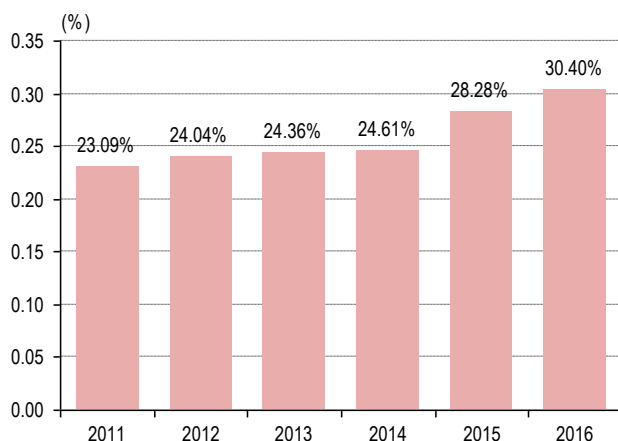
图表 6. 中国连接器市场总量在持续增长



资料来源: connectorsupplier.com, bishopinc.com, 中银证券

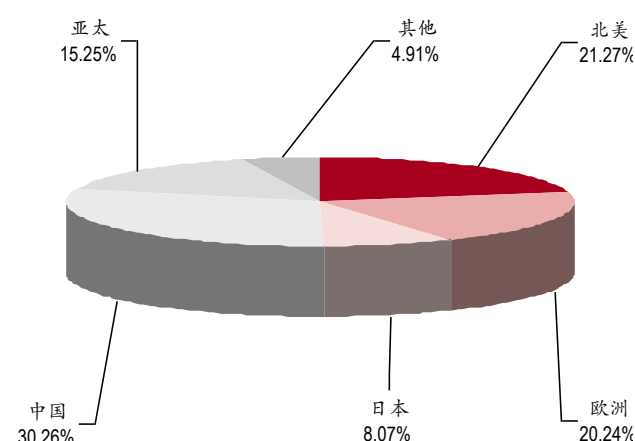
至少在 2011 年，中国就已经成为全球连接器销售额最高的地区，并且持续扩大领先优势。2016 年中国地区的销售额占全球的 30.4%，领先第二名的北美地区 9%，优势明显。

图表 7. 中国连接器销售额占全球比例的变化情况



资料来源: connectorsupplier.com, bishopinc.com, 中银证券

图表 8. 2016 年全球各地区连接器销售份额占比



资料来源: connectorsupplier.com, bishopinc.com, 中银证券

依托军品，布局民品

公司主要产品包括光、电互联元器件及组件、线缆组件、系统互联设备、流体器件及设备，目前自主研发各类连接产品 300 多个系列、25 万多个品种。

图表 9. 公司连接器产品



资料来源：公司官网，中银证券

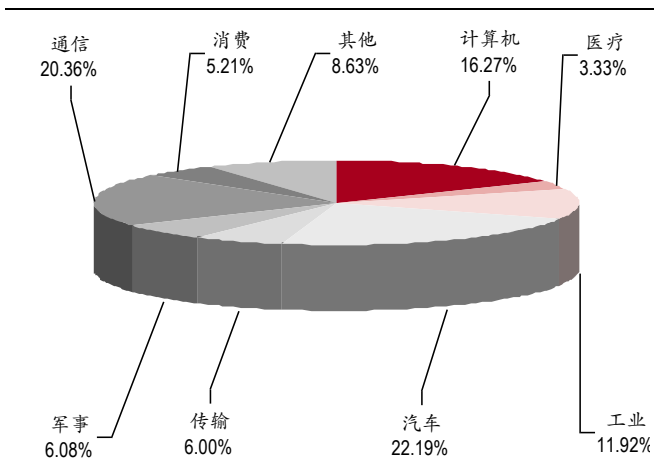
布局合理，兼顾当下与未来。公司产品广泛应用于军事领域、新能源汽车、通讯网络、数据中心和云计算等高端制造领域，公司的布局兼顾了现在和未来，当前以军品为依托，未来民品将超越军品。

- 军事领域正蓬勃发展，迎来黄金时代，是公司主要的收入来源；
- 新能源汽车、数据中心和云计算等领域刚刚起步，未来发展空间巨大；
- 通讯网络产业不断升级，是可持续发展的行业。

根据 Bishop&Associates 公布的 2014 年全球连接器市场细分数据显示，军工只占 6.08%，而通信占据 20% 的份额，是市场份额第二大的连接器应用领域；汽车是连接器领域占比最高的行业，占据 22.19%。公司在连接器市场份额位居前两位的汽车和通信领域积极布局，相对于军工领域，民营领域天花板更高，未来有更好的成长空间。

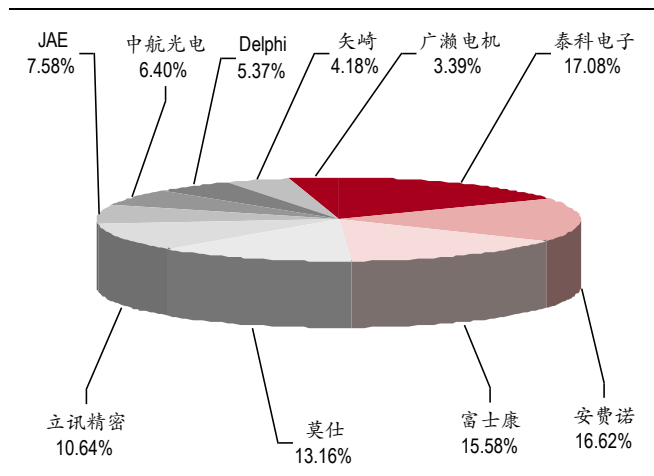
2015 年数据显示，公司营业收入在中国地区排名第 7，在国内厂商中排名第三，仅次于富士康和立讯精密。

图表 10. 2014 年全球各领域连接器销售占比



资料来源：connectorsupplier.com，bishopinc.com，中银证券

图表 11. 2015 年中国地区各厂家销售份额占比

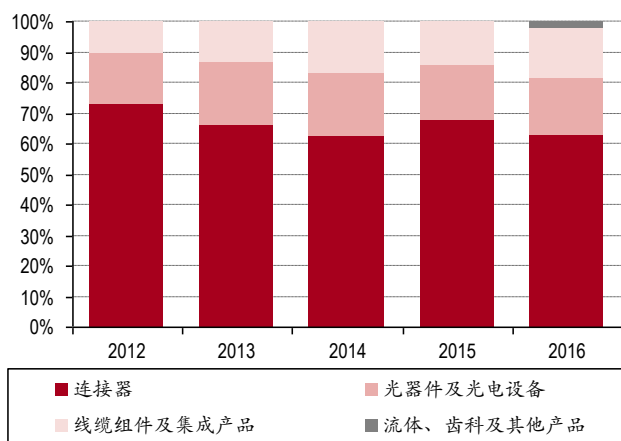


资料来源：connectorsupplier.com，bishopinc.com，中银证券

细分领域占据优势，民品业务成长性好

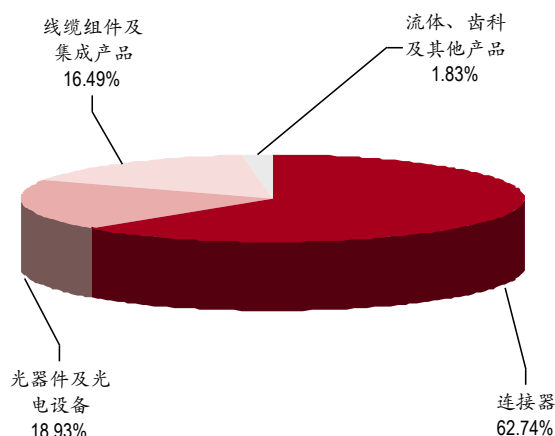
连接器、光器件及光电设备和线缆组件及集成产品是公司的主要业务，2016年公司进行了科目调整，增加了“流体、齿科及其他产品的科目”，但新增科目占的收入比营业收入的比重较小。连接器目前占比在62%，是最大的收入来源，但占比在持续下降，光器件及光电设备的占比基本保持不变，线缆组件及集成产品的占比在不断提高，成为公司新的收入和利润增长点。

图表 12. 公司各业务占比变化情况



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 13. 2016 年公司各业务占比



资料来源：万得，公司公告，中银证券

换装不断，军工领域迎来黄金时代

军品收入占公司收入的 55%，是公司重要的来源。国内主要军工连接器厂家的产品大多在某一领域占据一定优势，在其他领域相对薄弱，产品应用的范围有局限性。中航光电在各个军工领域基本都占据优势，在航空领域具有绝对的优势，其产品在大飞机、直升机、战斗机、预警机等各机型上都有应用，占据航空领域连接器市场 80% 以上的市场份额；在舰船领域也处于领先地位，其产品市场占有率也超过 50% 以上；在航天领域其产品广泛应用于武器系统、载人航天系统等。

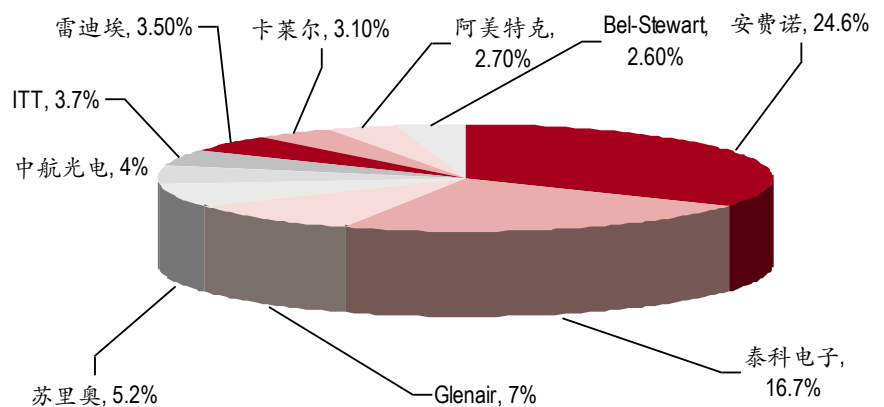
图表 14. 军工领域主要连接器公司的产品应用范围

公司名称	产品主要应用范围	企业性质
中航光电	航空、舰船、航天等领域	上市公司
航天电器	主要为航天领域，其他领域也有覆盖	上市公司
泰兴航天	航天领域	民营企业
泰兴航联	航天领域	民营企业
深圳通茂	电子领域	民营企业
杭州航天电子技术有限公司(825 厂)	海军领域	国营企业

资料来源：中银证券

根据 Bishop&Associates 的数据显示，2014 年世界军用连接器市场中，中航光电占据 4% 的市场份额，位列全球第 5，是中国唯一上榜的单位，全球前十大厂商共占据 73.1% 的市场份额。2015 年中航光电上升到第二名，成长明显。

图表 15. 2014 年全球军用连接器领域前十大厂商的市场份额



资料来源: connectorsupplier.com, bishopinc.com, 中银证券

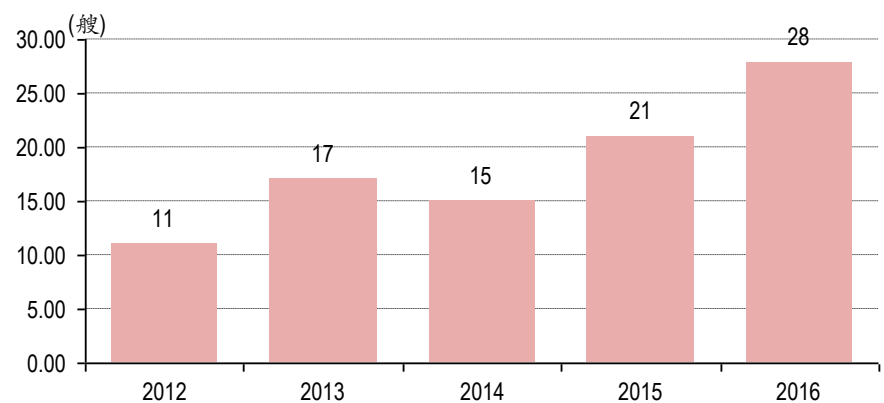
图表 16. 2015 年全球军用连接器领域前十大厂商

排名	第 1	第 2	第 3	第 4	第 5	第 6	第 7	第 8	第 9	第 10
十大厂商	安费诺	中航光电	泰科电子	Glenair	卡莱尔	ITT	雷迪埃	Delphi	苏里奥	阿美特克

资料来源: connectorsupplier.com, bishopinc.com, 中银证券

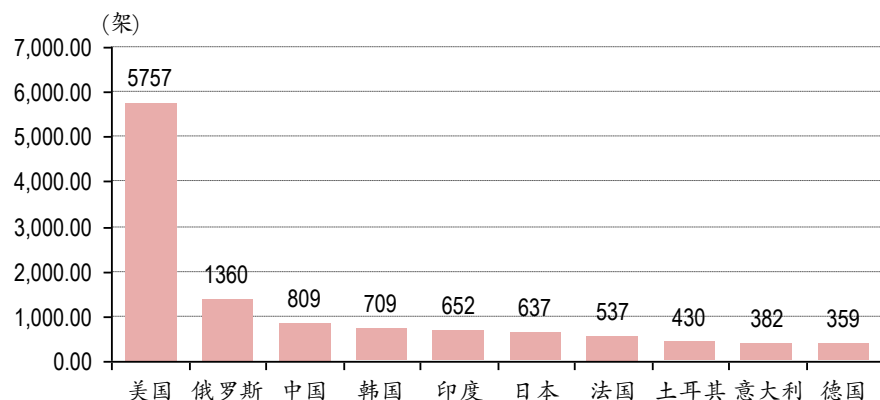
自 2012 年以来中国加快了军舰下水的步伐, 由多年造一艘变为一年造多艘, 军舰数量开始逐渐增多。2017 年, 第一艘国产航母将会下水, 依据未来中国拱卫南海和东海的国门的需求以及对核动力航母的渴求, 中国预计还将至少服役两艘航母, 军舰的大规模服役也带动了连接器市场的增长。英国《简氏防务周刊》披露美国海军分析中心的一份报告认为, 到 2020 年中国军舰数量将变为世界第一。

图表 17. 2012~2016 海军下水舰艇数量呈增长态势



资料来源: 微信公众号: 科罗廖夫的军事客厅、浩汉防务, 中银证券

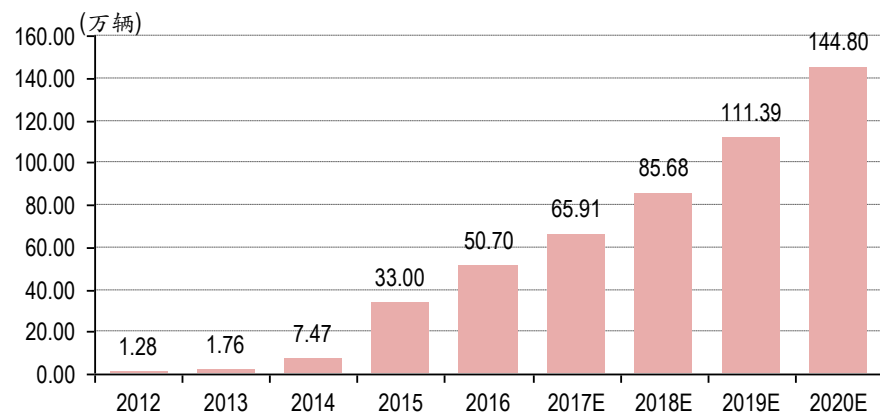
根据 WORLD AIR FORCES 2017 的数据显示, 目前中国武装直升机数量为 800 架左右, 美国陆军和海军陆战队合计约为 5,700 架, 中国远低于美国水平, 直升机约有至少 1,000 架左右的缺口, 随着直-20 的列装, 未来直升机数量将迎来增长。J-20 战斗机 2016 年亮相珠海航展, 预计未来几年也将批产列装。

图表 18. 世界各主要国家武装直升机数量


资料来源: WORLD AIR FORCES 2017, 中银证券

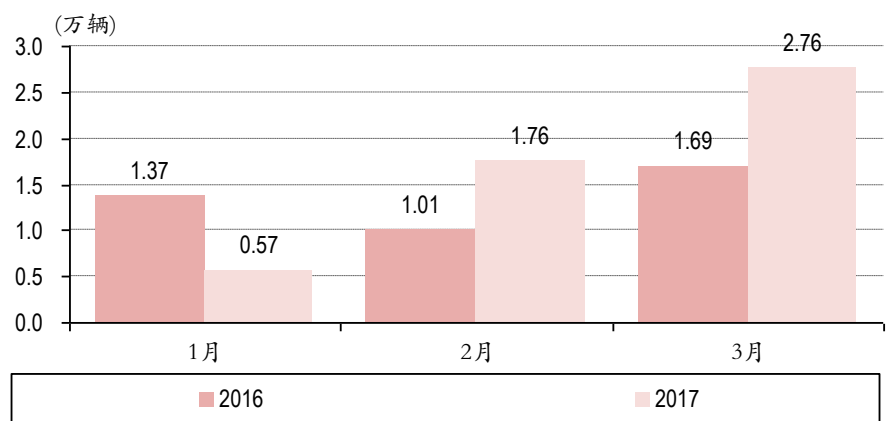
新能源汽车销量不断攀升，民品业务值得期待

新能源汽车销量不断攀升。自 2014 年以来，新能源汽车的销量逐步攀升，2016 年达到 50.7 万辆，自 2013 年来增速最低也在 32% 以上，预计到 2020 年之前可以保持 30% 的增速，则 2012 年~2020 年新能源汽车的累计销量将达到 502 万辆，满足 2012 年国务院印发的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》中提出的 500 万辆的累计销售目标。

图表 19. 中国新能源汽车销量不断增长及未来预期


资料来源: 中汽协, 中银证券

受政策影响，新能源汽车市场 2017 年呈现高开低走态势。2017 年 1 月 8 日，中机车辆技术服务中心官网发布了“关于调整《新能源汽车推广应用推荐车型目录》申报工作的通知”，规定 2016 年纳入目录的 2193 款汽车需要重新核定，2017 年第一批名单直到 1 月 23 日才发布，较 2016 年晚了 10 天，一月份新能源汽车销量大幅下滑。2 月份完成反弹，2 月和 3 月高于去年同期销量，2017 年 1 季度销售额已超越 2016 年 1 季度销售额，呈现了高开低走的态势。

图表 20. 2016 年与 2017 年一季度新能源汽车销售量对比


资料来源：中汽协，中银证券

图表 21. 2016 年和 2017 年已公布新能源汽车推荐车型目录情况

2016 年	第一批	第二批	第三批	第四批	第五批
公布时间	1 月 14 日	3 月 1 日	4 月 1 日	12 月 2 日	12 月 28 日
纳入车型数量(辆)	247	466	309	678	493
2017 年	第一批	第二批	第三批	第四批	第五批
公布时间	1 月 23 日	3 月 1 日	4 月 1 日	/	/
纳入车型数量(辆)	185	634	201	/	/

资料来源：中汽协，中银证券

新能源汽车销量不断增长，推动公司收入走高。目前公司在新能源汽车连接器领域占据着 40%左右的份额，在一台乘用车上，公司的产品收入约为 2,000~3,000 元，在一台商用车上，公司产品的收入大约在 5,000~6,000 元。结合新能源领域汽车增长的测算，预计公司至 2020 年有望达到 20 亿元的收入。

图表 22. 公司在新能源汽车连接器领域收入的测算

销量	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
乘用车（万辆）	7.32	20.74	33.6	46.14	59.98	77.97	101.36
公司乘用车收入测算（亿元）	0.73	2.07	3.36	4.61	6.00	7.80	10.14
商用车（万辆）	2.17	12.37	17.10	19.77	25.70	33.42	43.44
公司商用车收入（亿元）	0.48	2.72	3.76	4.35	5.66	7.35	9.56
收入总计（亿元）	1.2	4.8	7.1	9.0	11.7	15.1	19.7

资料来源：中汽协，中银证券

注：测算方法，根据 2014~2016 年乘用车和商用车比例，取 17~19 年乘用车和商用车比例为 7: 3，根据图表 19 测算的新能源汽车数量得到商用车

和乘用车数量。一台商用车取均值 5500 元，一台乘用车取均值 2500 元。收入=数量*均值。

图表 23. 公司新能源产品

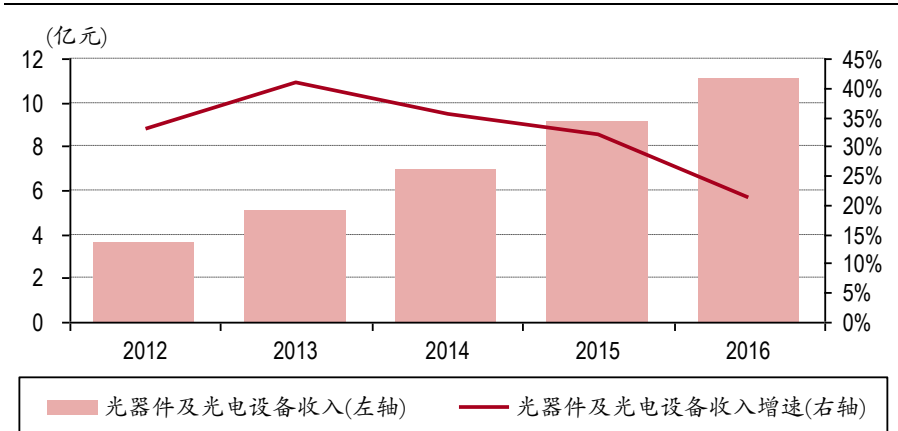

资料来源：公司官网，中银证券

积极开拓国际市场。公司目前也在积极开拓新能源连接器的国际市场，2016 年公司在德国建立海外公司，开拓欧洲新能源市场。公司目前已打入欧洲电动自行车市场，2016 年间接为特斯拉提供产品。

4G 建设高峰已过，通讯产品增速可能减缓

4G 建设高峰已过。公司通讯产品主要为光器件和光电设备，主要大客户为华为、中兴等公司，华为的采购量占公司通讯产品收入 1/3 以上。受 4G 建设的影响公司过去通讯业务收入保持快速增长，4G 建设的高峰在 2015 年已基本结束，2016 年增速开始放缓，预计未来三年公司在通讯业务领域可以保持 15% 以上的增速。未来通讯产品的营业收入可能被新集成产品超越。

图表 24. 光器件及光电设备营业收入及增长速率



资料来源：万得，中银证券

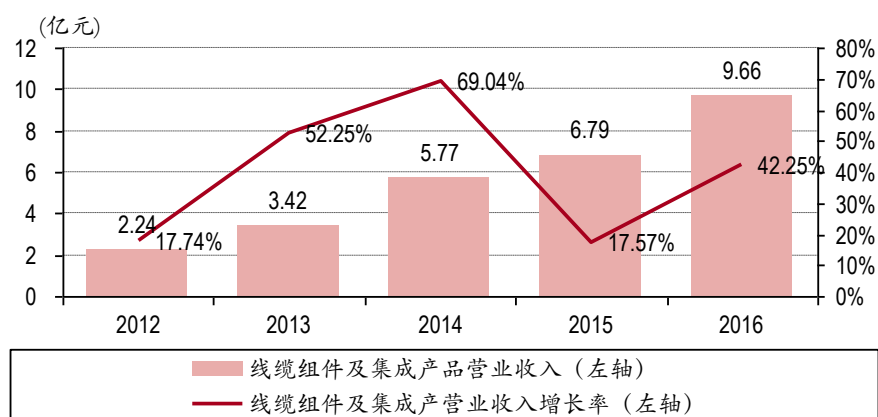
为 5G 的到来进行技术储备。在“2016 年工业强基工程”招标工作中，中航光电在 56Gbps (Gbps 意为每秒千兆位) 高速连接器项目中以第一名的成绩中标，获得国家扶持资金 4620 万元。56Gbps 高速连接器是 5G 移动通信、超级计算机等先进通信技术和数据网络技术发展必备的关键元器件。目前全球主要应用 25G 和 40G 连接器，56Gbps 高速连接器是下一代应用的技术产品。

积极拓展国际客户，保持业绩增速。公司积极开拓新国际客户，公司以前为爱立信、诺基亚等公司提供少量产品，目前公司积极开拓，已经成为了爱立信、诺基亚等公司的全球供应商，出货量将增长。

集成产品将成为新的增长点

集成产品收入增长迅速。集成产品收入排在公司的第三位，占比 16.49%，低于通讯产品 2.4 个百分点。集成产品一直保持着高速增长，随着通讯产品增速的放缓，未来集成产品有望成为单位第二大收入来源。

图表 25. 线缆组件及集成产营业收入和增速



资料来源：万得，中银证券

集成安装架多用于大飞机领域。集成产品集成连接器、线缆、液冷等多种产品，产品体积较大，多用于大飞机领域，如 C919 和 AG600 大飞机等。战斗机等小飞机无法采用集成产品。集成产品的集成度高，技术含量高，一套集成产品的售价在 500 万以上，一架大飞机的用量是 2-4 套集成产品。每一笔业务相对散布的接插件和线缆等会带来更高的收入和更好地利润。随着大飞机和运输机的生产，未来集成产品会带来更高的收入。

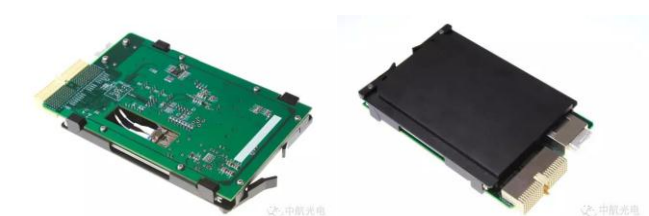
图表 26. 集成产品由连接器、线缆、组件、结构件等组成



资料来源：中航光电微信公众号，中银证券

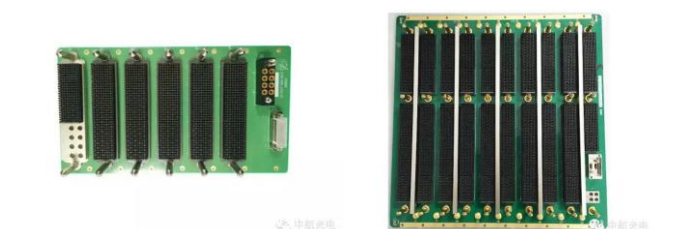
开拓国内云计算等领域，促进业绩增长。目前公司正在积极拓展国内和国外通讯类产品业务，在国内，积极开拓云计算和国内数据机房业务，公司具有高速互联的 VPX 和 CPCI 板卡，可以解决高速传输问题。公司在液冷方面具备技术优势，公司的液冷机箱可以解决目前电子设备向小型化、大功率、高集成转型所带来的散热问题。高速传输板块与液冷技术的结合形成公司的联合优势。

图表 27. 公司 CPCI 产品



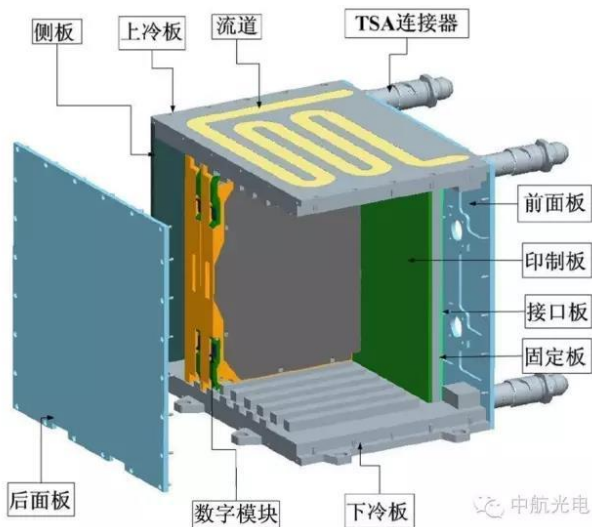
资料来源：中航光电微信公众号，中银证券

图表 28. 公司 VPX 高速背板



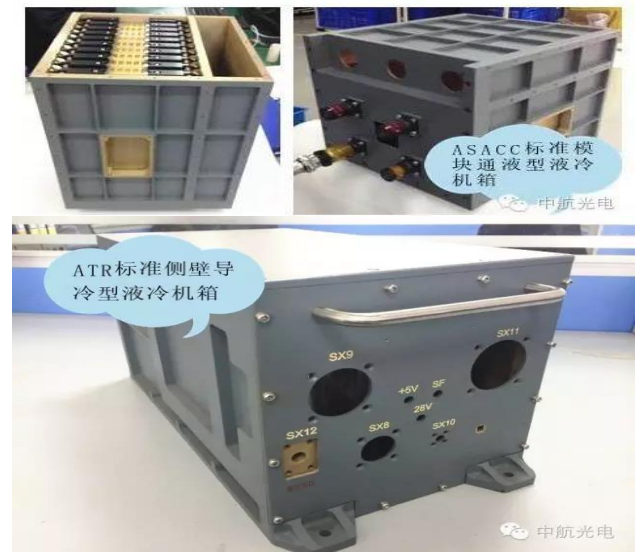
资料来源：中航光电微信公众号，中银证券

图表 29. 液冷产品示意图



资料来源：中航光电微信公众号，中银证券

图表 30. 公司液冷产品



资料来源：中航光电微信公众号，中银证券

积极研发，开拓市场

加大研发，布局高端产业。目前，公司筹资 10.2 亿元建设暨 56G 高速连接器产业基地，项目重点发展具有高技术含量、高附加值的光电设备、液冷、高速产品及新能源电动汽车及配套产品。建设周期三年，预计达产后新增销售收入 13.7 亿元，利润 2 亿元。新能源业务、高速连接器业务和液冷等业务将搬到新的厂区进行整合。未来该产业基地会成为公司新业务的研发制造基地。

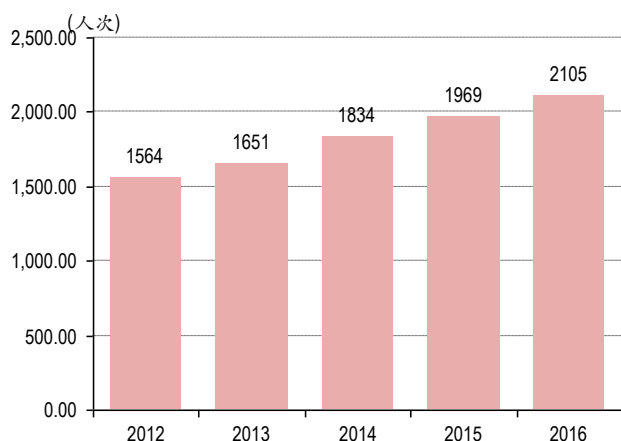
图表 31. 新产业基地奠基活动启动仪式



资料来源：中航光电微信公众号，中银证券

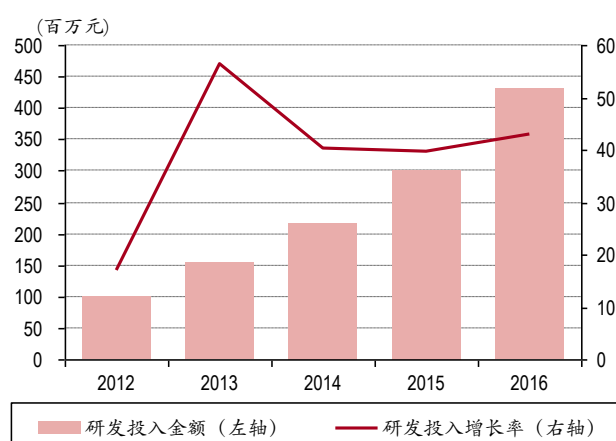
研发投入高速增长。公司历来在研发上投入大量资金，2016 年管理费用上涨 32.49%，主要为研发费用增加所致。2016 年研发费用同比增长 43%，研发占收入的百分比增加 1%，增加的研发费用主要用于新能源项目的研发。自 2013 年以来，公司的研发投入一直保持在 40% 以上的高速增长，可以表明公司对研发的重视，公司技术人员数量也在不断增长。

图表 32. 2012~2016 年公司的技术人员数量持续增长



资料来源：公司年报，中银证券

图表 33. 2012~2016 公司的研发费用高速增长



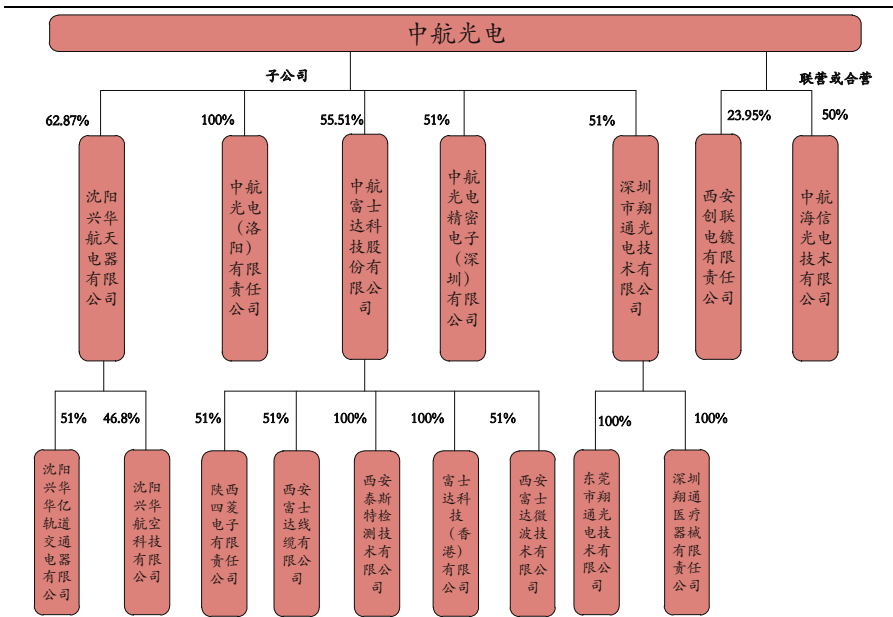
资料来源：公司年报，中银证券

多点布局轨道、医疗等领域。公司在轨道交通、电力、石油和医疗等领域也有布局，并积极研制液冷设备。在轨道交通领域，公司主要配套信号传输用连接器。在电力领域，公司可提供全套光、电缆组件及装置总成解决方案，公司在高压连接器领域具有技术领先优势。在石油领域，公司的防爆连接器等产品也得到广泛应用。在医疗领域，公司通过收购翔通光电积极布局该领域。

借助外延并购提升竞争力

自 2007 年上市以来，公司通过收购或设立子公司的方式积极扩张。通过收购或共同设立的方式，公司增强了在军用、通信、轨道交通、医疗和消费电子等各个领域的实力。根据 2016 年年报披露，目前公司共有 14 家子公司，其中直接控股的子公司 5 家。还有 2 家合营企业。

图表 34. 公司的子公司、联营、合营企业的股权情况



资料来源：公司年报，中银证券

图表 35. 子公司、联营、合营企业的主营业务

子公司、联营、合营企业名称	持股比例 (%)	与母公司的关系	主营业务	侧重点	备注
沈阳兴华航空电器有限公司	62.87	子公司	电连接器、线缆组件、微特电机、自动保护开关等系列航空领域、轨道交通产品	航空领域、轨道交通	
中航富士达科技股份有限公司	55.51	子公司	电连接器、电线电缆、线缆组件、微波元器件、光电器件、天线、电源、仪器仪表（除计量器具）的研制、生产、销售	射频领域	2016年2月3日在新三板挂牌简称为“富士达”，代码为835640
深圳市翔通光电技术有限公司	51	子公司	光纤连接器、光纤适配器、光模块陶瓷插芯、光纤通信有源及无源器件产品、陶瓷新材料、氧化锆磁块的开发、生产、销售	光通讯、医疗领域	
中航光电精密电子(深圳)有限公司	51	子公司	精密连接器的开发、生产、销售	消费电子	
中航光电(洛阳)有限责任公司	100	子公司	光电元器件及电子信息产品的生产、销售	\	
中航光电泰兴有限责任公司(拟定)	51	子公司	液冷源冷却装置、风冷源冷却装置、机械、电子、电器等制造、安装和调试服务等	液冷产品	
中航海信光电技术有限公司	50	合营企业	光电子器件、有线与无线、光、电和光电宽带通信产品的研发、生产、销售和服务	光通信产品	
西安创联电镀有限责任公司	23.95	联营企业	电子元器件生产、经销及表面精饰和处理	\	

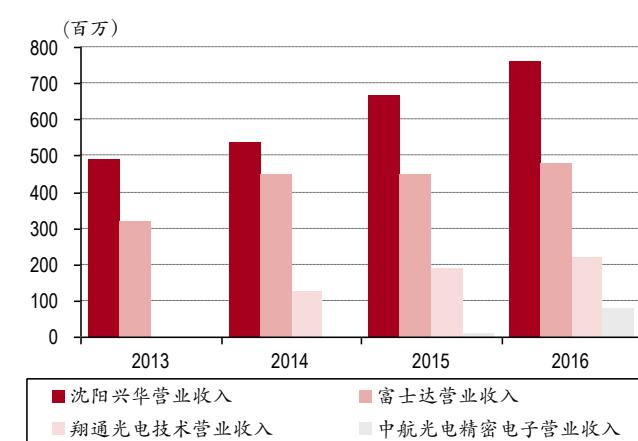
资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 主要子公司收购增资或设立时间路线表

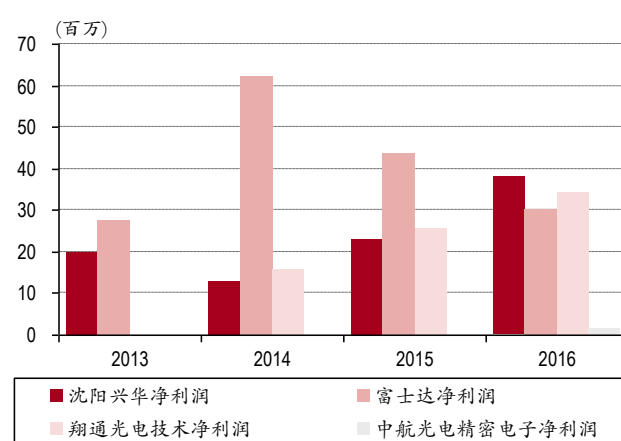
时间	涉及的公司	具体事件
2007 年	沈阳兴华	首次收购沈阳兴华 20% 股权，上市募集资金后增资收购，共持有沈阳兴华 51% 股份
2012 年	中航海信	中航光电与青岛海信宽带多媒体技术有限公司合资成立中航海信光电技术有限公司，双方各持股 50%。
2013 年	富士达	拟以不超过 1.85 亿元收购西安富士达不低于 51% 的股权。先期以人民币 1.27 亿元受让西安富士达 48.18% 的股权
2014 年 1 月	沈阳兴华	2014 年 1 月 2 日公司向子公司沈阳兴华增资 1.10 亿元，公司持有沈阳兴华的股权达到 62.87%
2014 年 4 月	富士达	增持富士达 10% 股权，占比达到 58.18%，实现绝对控股
2014 年 10 月	翔通光电	2014 年 10 月 10 日公司以 1.2 亿元收购翔通光电 51% 股权
2015 年	中航光电精密电子（深圳）有限公司	公司拟出资 2,550 万元与深圳市鑫达亿通精密电子有限公司共同出资新设项目公司，公司出资额占新设项目公司注册资本的 51%
2016	中航光电泰兴有限责任公司（暂时拟定）	中航光电拟与江苏永昇空调有限公司及王建国共同出资新设项目公司，中航光电持股 51%（暂未完成）

资料来源：公司公告，中银证券

子公司总体发展势头良好。重要子公司被收购或新设后，营业收入呈现逐年上涨态势。利润方面，除富士达之外，其他公司利润整体呈现上升趋势。

图表 37. 主要子公司收入逐年上涨


资料来源：公司年报，中银证券

图表 38. 除富士达外其他子公司利润逐年上升


资料来源：公司年报，中银证券

富士达利润下降。富士达 2016 年的营业收入同比增长 6.08%，毛利率同比增长 2.53%，净利润却同比下降 31%。净利润下降主要因为销售服务费、研发费用、人员工资等较上年增加合计 3,447.98 万元，从而影响了净利润。主要费用支出为管理费用和销售费用，财务费用随大幅增长，但基数较低。费用和工人工资的增长也主要是为了拓展业务所致，非经营损失造成。

图表 39. 导致富士达净利润下降的因素主要是销售服务费、研发费用、人员工资等

导致净利润下降的因素	与上年同期相比	具体事件
管理费用	增长 45.89%	主要系母公司业绩奖励及研发费用增加所致。业绩奖励属于股权转让协议中的约定事项，发放业绩奖励款 1,012 万元。技术开发费较上期增加 1195.09 万元，增加比例 61.97%
销售费用	增长 62.33%	主要系随着香港公司外贸业务的拓展，需支付的销售服务费较上年同期增加 1,241 万元，增加比例为 164.46%
财务费用	增长 160.66%	主要系子公司加大了融资力度，导致利息支出增加 57.73 万元，增加比例为 74.2%；同时因汇兑收益减少 34.42 万元，减少 25.34% 所致

资料来源：富士达 2016 年年报，中银证券

风险提示

国产大飞机发展不及预期：C919 大飞机首飞在即，虽然 C919 可能撬动万亿级航空产业，但安全验证等问题还需时间，推进工作也许会不及预期，可能会影响集成产品的增长。

5G 的来临速度不及预期：4G 的建设高峰已过，5G 的来临还需要时间，过渡期间可能会影响公司通讯业务的增速。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	4,725	5,855	7,228	9,434	11,941
销售成本	(3,150)	(3,908)	(4,829)	(6,294)	(7,951)
经营费用	(740)	(957)	(1,122)	(1,500)	(1,931)
息税折旧前利润	836	989	1,276	1,640	2,059
折旧及摊销	(138)	(155)	(177)	(192)	(207)
经营利润(息税前利润)	698	834	1,100	1,448	1,852
净利息收入/(费用)	(43)	(23)	(25)	(22)	(17)
其他收益/(损失)	39	79	49	51	51
税前利润	695	890	1,124	1,477	1,887
所得税	(91)	(113)	(143)	(188)	(240)
少数股东权益	35	43	54	71	91
净利润	568	734	927	1,218	1,556
核心净利润	641	826	1,038	1,363	1,741
每股收益(人民币)	0.943	1.218	1.183	1.555	1.987
核心每股收益(人民币)	1.063	1.370	1.325	1.741	2.222
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.184	0.242	0.309
收入增长(%)	35	24	23	31	27
息税前利润增长(%)	57	20	32	32	28
息税折旧前利润增长(%)	49	18	29	28	26
每股收益增长(%)	29	29	(3)	31	28
核心每股收益增长(%)	20	29	(3)	31	28

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	695	890	1,124	1,477	1,887
折旧与摊销	138	155	177	192	207
净利息费用	43	23	25	22	17
运营资本变动	230	(698)	290	(1,126)	172
税金	(56)	(70)	(143)	(188)	(240)
其他经营现金流	(425)	(68)	(583)	(405)	(711)
经营活动产生的现金流	624	231	889	(28)	1,332
购买固定资产净值	(22)	13	234	152	149
投资减少/增加	(1)	10	22	24	25
其他投资现金流	(198)	(264)	(468)	(303)	(297)
投资活动产生的现金流	(222)	(241)	(212)	(128)	(124)
净增权益	(60)	0	(144)	(189)	(242)
净增债务	(34)	43	(4)	0	(1)
支付股息	60	0	144	189	242
其他融资现金流	(143)	(50)	(200)	330	(258)
融资活动产生的现金流	(177)	(7)	(204)	330	(259)
现金变动	225	(17)	473	174	949
期初现金	1,155	1,396	1,404	1,877	2,051
公司自由现金流	402	(10)	677	(156)	1,208
权益自由现金流	410	57	698	(134)	1,224

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,406	1,426	1,899	2,073	3,022
应收帐款	2,931	3,805	4,163	6,237	6,926
库存	1,251	1,278	1,843	2,223	2,912
其他流动资产	73	62	105	113	163
流动资产总计	5,661	6,571	8,010	10,647	13,022
固定资产	1,413	1,507	1,594	1,584	1,555
无形资产	211	224	194	164	135
其他长期资产	106	130	127	129	128
长期资产总计	1,730	1,861	1,916	1,877	1,818
总资产	7,464	8,510	10,003	12,599	14,914
应付帐款	2,009	2,237	2,816	3,768	4,547
短期债务	280	464	460	460	460
其他流动负债	420	357	470	474	606
流动负债总计	2,709	3,059	3,746	4,702	5,612
长期借款	755	681	680	681	680
其他长期负债	142	158	158	158	158
股本	603	603	783	783	783
储备	2,785	3,490	4,092	5,661	6,976
股东权益	3,388	4,093	4,875	6,445	7,759
少数股东权益	461	505	543	614	705
总负债及权益	7,464	8,510	10,003	12,599	14,914
每股帐面价值(人民币)	5.62	6.79	6.22	8.23	9.91
每股有形资产(人民币)	5.27	6.42	5.98	8.02	9.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.60)	(0.43)	(0.94)	(1.16)	(2.37)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.7	16.9	17.7	17.4	17.2
息税前利润率(%)	14.8	14.2	15.2	15.3	15.5
税前利润率(%)	14.7	15.2	15.5	15.7	15.8
净利率(%)	12.0	12.5	12.8	12.9	13.0
流动性					
流动比率(倍)	2.1	2.1	2.1	2.3	2.3
利息覆盖率(倍)	16.4	36.0	44.3	66.6	111.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.7	1.6	1.8	1.8
估值					
市盈率(倍)	40.4	31.3	32.2	24.5	19.2
核心业务市盈率(倍)	35.8	27.8	28.7	21.9	17.1
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	47.0	36.5	37.7	28.7	22.5
市净率(倍)	6.8	5.6	6.1	4.6	3.8
价格/现金流(倍)	36.8	99.4	33.6	(1,069.9)	22.4
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	27.3	23.2	17.6	13.6	10.4
周转率					
存货周转天数	122.6	118.1	117.9	117.9	117.9
应收帐款周转天数	210.4	210.0	201.2	201.2	201.2
应付帐款周转天数	131.5	132.4	127.6	127.4	127.1
回报率					
股息支付率(%)	10.6	0.0	15.5	15.5	15.5
净资产收益率(%)	18.2	19.6	20.7	21.5	21.9
资产收益率(%)	8.8	9.1	10.4	11.2	11.7
已运用资本收益率(%)	3.0	3.5	3.8	4.1	4.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中航光电(002179.CH/人民币 38.10, 买入)

航天电器(002025.CH/人民币 25.20, 未有评级)

立讯精密(002475.CH/人民币 25.84, 未有评级)

以 2017 年 4 月 21 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371