



植根军事通信, 开拓空间降噪和后勤信息化市场

——烽火电子 (000561) 调研简报

2017 年 05 月 05 日

推荐/首次	
烽火电子	调研简报

报告摘要:

烽火电子是我国军事通信装备和电声产品研制生产核心骨干企业。2014 年来, 公司业绩步入增长通道; 2016 年上半年, 产品技术进步带来毛利率增长, 盈利能力大幅提升。公司作为陕西电子信息集团下唯一一家上市公司, 资产注入预期强烈, 为军工板块稀缺标的。

- ◆ **携手西工大, 打造降噪产品新平台。** 公司为国内降噪产品领军企业, 控股子公司烽火宏声布局空间有源降噪产品。2016 年末, 公司与西工大陈克安教授共同出资艾克特公司, 整合最新科研成果、工程化产品技术和市场资源。此次合作强强联手, 为公司推进降噪业务、占领市场先机、取得良好效益提供有力支持。
- ◆ **布局 RF 芯片, 抢占蓝海市场。** 公司布局射频识别芯片, 专项服务于医疗救护信息系统, 应用场景为大规模伤员的转场救护, 军用市场广阔, 公司在该领域先入优势明显。此外, 芯片产品还有望应用于军队后勤物资调拨管理信息领域。
- ◆ **“小企业, 大集团”, 背靠陕西省国资委, 公司资产注入预期强烈。** 公司母公司为陕西电子信息集团, 旗下含黄河集团、凌云电器等 20 家子公司, 以雷达、通讯导航、电子元器件与材料、电子专用设备四大业务为基础。烽火电子为集团内唯一上市公司, 资产、收入规模不足集团十分之一, 具有“小企业, 大集团”特征, 近期员工股权激励计划已经实施, 未来资产注入可期。

预计公司 2017-2019 年营收分别为 12.49/14.22/16.23 亿元, 净利润 1.00/1.23/1.47 亿元, EPS 分别为 0.17/0.21/0.25 元, 对应 PE 66/54/46 倍。首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。

风险提示: 有源降噪产品市场推广缓慢; 资产重组整合不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,077.07	1,119.10	1,248.72	1,421.80	1,622.85
增长率 (%)	16.31%	3.90%	11.58%	13.86%	14.14%
净利润 (百万元)	76.46	88.24	100.00	122.71	146.62
增长率 (%)	103.80%	15.40%	13.33%	22.71%	19.48%
净资产收益率 (%)	7.48%	7.73%	8.22%	9.32%	10.21%
每股收益 (元)	0.13	0.15	0.17	0.21	0.25
PE	85.54	74.13	66.26	53.99	45.19
PB	6.48	5.80	5.44	5.03	4.61

分析师: 郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

联系人: 李永乐

010-66554047 liyl@dxzq.net.cn

联系人: 彭磊

010-66554036 penglei@dxzq.net.cn

联系人: 王加焯

010-66554142 wang_jw@dxzq.net.cn

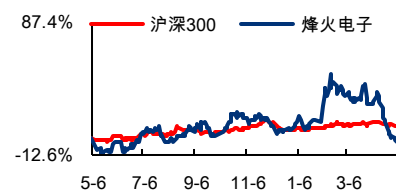
联系人: 张高艳

010-66554030 zhanggy-yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	11.12-12.08
总市值 (亿元)	66.26
流通市值 (亿元)	66.05
总股本/流通 A 股 (万股)	59584/59399
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.86

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《晨曦航空 (300581): 航空惯导产品销售稳定, 新研飞控计算机批产》2017-05-02
- 2、《全信股份 (300447): 军用光电传输产品核心供应商, 持续受益装备列装和国产化替代》2017-04-24
- 3、《国睿科技 (600562): 雷达业务稳健, 关注轨交信号系统自主化水平提升》2017-04-24

目 录

1. 聚焦军品主业，业绩稳定增长	3
1.1 国防信息化大势所趋，通信业务市场广阔	3
1.2 推行股权激励，关注公司长远发展	5
2. 布局噪声控制、物联通信新业务	6
2.1 空间有源降噪	6
2.1.1 强强联手，打造降噪产业新平台	6
2.1.2 掌握核心科技，国内市场第一家	7
2.1.3 军民两用，市场前景广阔	7
2.2 射频识别芯片	8
3. 资产注入预期强烈，资产证券化开启成长空间	10
3.1 政策密集出台，地方国企改革升温	10
3.2 “小企业，大集团”模式，资产注入空间巨大	11
3.3 预计注入资产梳理	12
4. 盈利预测与估值	13
5. 风险提示	13

表格目录

表 1:烽火电子业务资质	6
表 2:第三方披露的中国军用飞机数量	8
表 3:陕西电子信息集团主要子公司情况	12
表 4:公司盈利预测表	14

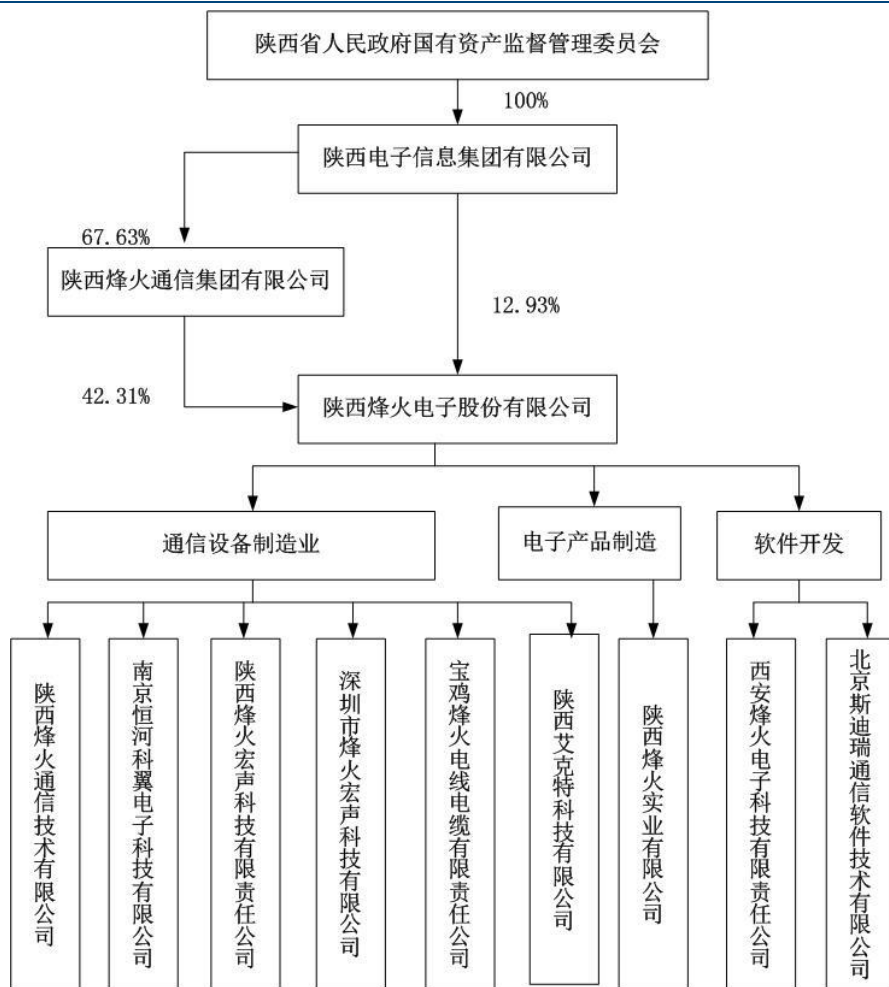
插图目录

图 1:公司组织架构图	3
图 2:军用超短波电台	4
图 3:公司业务概览	4
图 4:公司各业务收入（左）及毛利率（右）	4
图 5:公司收入（左）及毛利（右）结构	4
图 6:公司历年营业收入及增速	5
图 7:公司归属于母公司净利润及增速	5
图 8:有源降噪技术原理	7
图 9:消噪耳机	8
图 10:Bose ANC 主动降噪静音系统	8
图 11:射频识别系统工作原理	9
图 12:信息化物理管理系统	9
图 13:陕西电子信息集团发展战略	11

1. 聚焦军品主业，业绩稳定增长

陕西烽火通信集团有限公司始建于1992年，是我国军事通信装备和电声产品研制生产的核心骨干企业。2010年，陕西烽火通信集团有限公司将其主要业务和资产通过借壳*ST长岭方式在深圳证券交易所上市。公司目前第一大和第二大股东分别是陕西烽火通信有限公司和陕西电子信息集团，烽火通信集团直接持有公司42.31%的股权。目前，公司下属共9家子公司。

图 1:公司组织架构图



资料来源：公司年度报告，东兴证券研究所

1.1 国防信息化大势所趋，通信业务市场广阔

公司目前的发展战略为“做强主业，相关多元”，以军方为主要客户，兼顾民品。公司主营业务以通信设备为核心，包括多种通信产品及配套的研发生产。此外，公司开展电声器件业务，面对市场下滑的不利局面时，积极调整产品结构，投资高附加值的

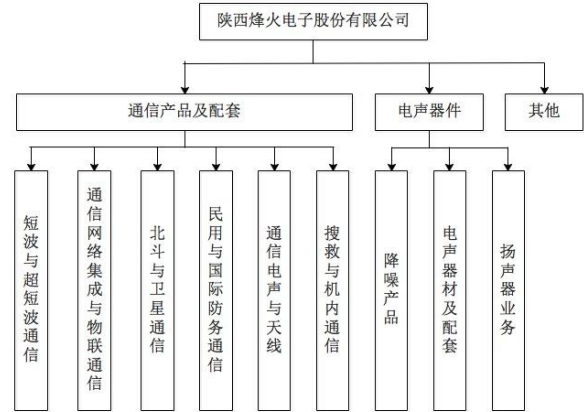
电声、抗噪产品研发，并取得初步成效。公司产品装备于我军多兵种，并广泛应用于海事巡逻、森林防火、抗震救灾、航天探索等领域。

图 2:军用超短波电台



资料来源：陕西电子信息集团官网，东兴证券研究所

图 3:公司业务概览



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司是我军航空机载内话通信系统研制生产行业龙头，产业基础雄厚，客户源稳定，收入持续增长。2012年起，公司专注主业，营收趋于稳定；2015年，公司营业收入达 10.77 亿元，同比增长 16.31%，归属于母公司净利润达 7646.27 万元，同比增长 103.80%，利润增长原因是公司主业发展，批量生产导致成本降低，产品应用领域扩大。2016 年，公司实现营业收入 11.19 亿元，同比增长 3.9%，归属于母公司净利润 8824.01 万元，同比增长 15.40%，主要原因为产品技术进步带来毛利率增长、高利润率产品占比提高。

公司军事通信业务的客户以空军为主，细分市场存在技术、资质、客户黏性等壁垒，产品毛利润高，自 2013 年开始收入稳步上升，2016 年受军改影响有限。电声器材的毛利率相对较低，伴随公司以军品为主“做强主业”，该项业务占比逐渐下降。

图 4:公司各业务收入（左）及毛利率（右）

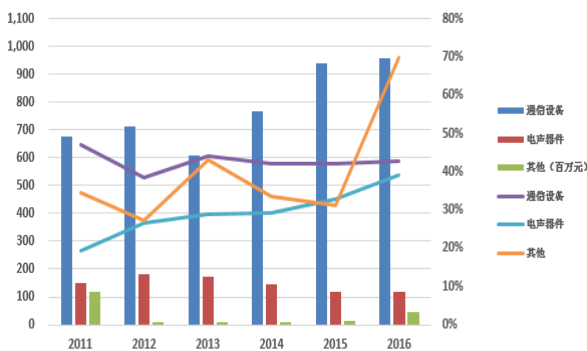
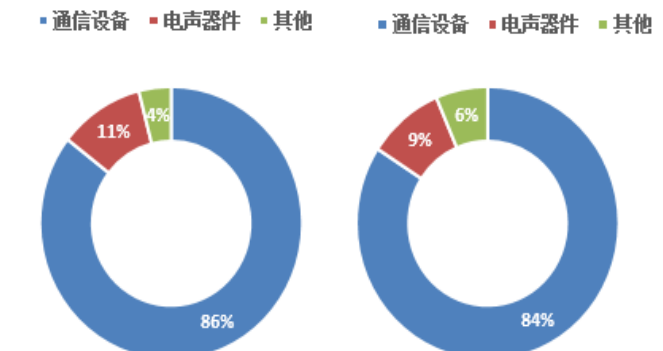
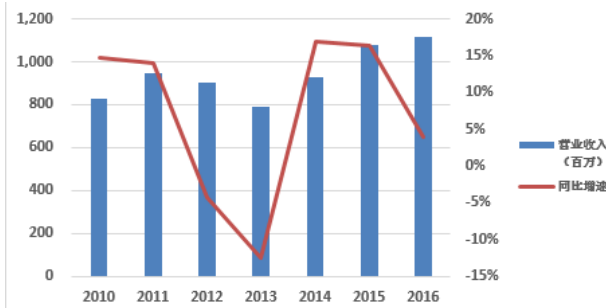


图 5:公司收入（左）及毛利（右）结构

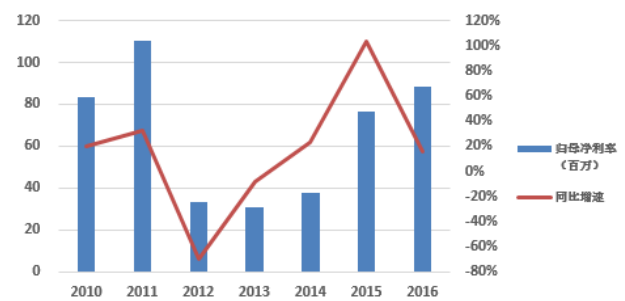


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 6: 公司历年营业收入及增速


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 7: 公司归属于母公司净利润及增速


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

“十三五”以来，中央多次强调国防信息化建设，2016年，中共中央“十三五规划纲要”、中央军委“军队建设十三五规划纲要”指出，到2020年国防和军队基本实现机械化，信息化应取得重大进展，统筹推进武器装备发展、现代后勤建设、信息基础设施建设以及军民融合发展等工作，需构建起能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系。

目前，我国军费开支在GDP占比不足2%，远低于美国等发达国家，仍具有较大上涨空间，预计十三五期间我国国防军费投入增速将保持8%左右。军费开支中，国防军备总支出占比约为1/3，国防信息化开支在国防军备总支出占比30%。2015年国防装备总支出约2927亿元，其中国防信息化开支约878亿元，同比增长17%，占比为30%。预计至2025年，国防信息化开支占比为40%，达到2518亿元，未来10年国防信息化总规模有望达到1.66万亿元。国防信息化要求提高通信产品渗透度，带动新装备研发、旧设备升级，为公司通信业务创造了巨大的市场空间。

1.2 推行股权激励，关注公司长远发展

为进一步完善公司法人治理结构，促进建立、健全激励约束机制，充分调动公司董事、监事、管理人员以及核心骨干员工的积极性与责任感，公司于2017年4月公告限制性股票激励计划（草案），草案中表明公司拟向激励对象授予1168.32万股限制性股票，约占公司总股本1.961%，限制性股票的授予价格为7.77元/股，明确设立限制性股票授予及解禁的业绩目标，有效绑定董事、管理人员以及员工的核心利益，有利于提升公司凝聚力和员工积极性，推动公司长远发展。

近年来，公司核心目标为做大做强通信主业，受益于国防信息化以及军备列装加速等因素影响，军工通信行业未来将步入快速发展阶段。2015年中国军工通信市场规模为100亿元，据预测到2025年将增至308亿元，复核增长率达11.9%。通信行业未来广阔市场将直接提升公司通信产品的市场需求，为公司主业提供充足的发展空间，营收有望持续增长。

目前，公司主要竞争对手为海格通信和中原电子，三家公司客户群体不同，烽火电子主要客户为空军，海格通信、中原电子分别与海军、陆军对接。机载通信领域，技术水平要求高，行业进入壁垒较高，因而毛利率较高。2015年我国战斗机保有量为1454架，仅为美国战斗机保有量的一半，运输机、特种飞机、军用直升机数量分别为美国的1/5、1/11和1/7，军机数量与发达国家仍存在较大差距。随着我国国力不断增强以及周边形势的日益紧张，新增军机数量以及军机更新换代已迫在眉睫，推动机载通信产品需求的大规模增长。

此外，公司承担了多项国防重点工程通信装备科研和生产任务，具备领先技术。通信主业方面，公司研制了多型短波通信设备，技术达到国际领先水平；参与我国军用航空搜救标准制定，掌握自主定向和定位技术。电声器材方面，公司为国内电声产品配套重点单位及行业引领者，自主研发并掌握局部空间降噪以及有源降噪等核心技术，技术的发展推动了公司电声器件产品毛利率的不断攀高。

2016年，公司研发人员占比30%，同比增长2.38%，研发投入占营业收入比例12.03%，同比增长3%。公司注重产品研发，吸引高科技人才，形成宝鸡、西安、北京三个研发基地，噪声控制、射频识别芯片等高附加值业务取得初步成果。

表 1:烽火电子业务资质

	资质类型
烽火电子	军工科研生产资质、专业汽车生产企业资质、信息系统集成及服务二级资质、国家军民用通信装备及电声器材科研生产骨干企业

资料来源：公司交流，东兴证券研究所

2. 布局噪声控制、物联通信新业务

2.1 空间有源降噪

公司长期以来注重创新，自90年代起自主研发了有源抗噪耳机。近5、6年来，公司的电声业务部门——控股子公司陕西烽火宏声科技有限责任公司（以下简称“烽火宏声”）进行业务调整，着重研发空间有源降噪，公司业务重点逐渐从电声器材逐渐转向高附加值的降噪模块。

2.1.1 强强联手，打造降噪产业新平台

公司2016年12月1日发出公告：公司及子公司烽火宏声与西安西北工业大学资产经营管理有限公司、陈克安教授科研团队、自然人股东共同在西安设立“陕西艾克特科技有限公司”。根据协议，公司及烽火宏声合计出资800万元，持股比例40%，西工大资产公司及教授科研团队以专利申报权出资600万元，持股比例合计30%。艾克特公司经营范围为噪声与振动控制技术产品、设备及其衍生品。陈克安教授长期从事噪声控制的理论研究、教学及科研工作，其将出任艾克特公司的首席科学家。

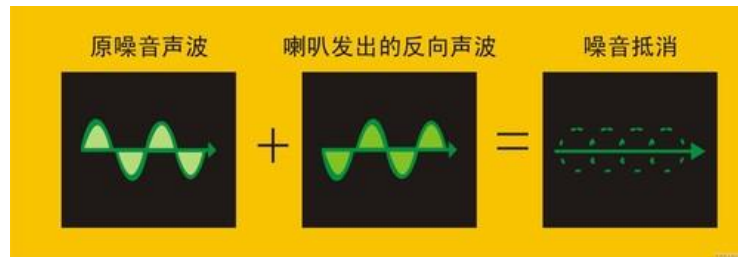
西北工业大学具有科研方面的资源优势，教授科研团队在理论引领、技术攻关等方面提供有力支撑；烽火宏声长期研制生产降噪产品，具备丰富的工程化产品制造经验和

市场资源。此次合作强强联手，为公司尽快推进降噪业务提供有力支持。

2.1.2 掌握核心科技，国内市场第一家

在人类防治噪音污染的实践中，逐步形成两大技术流派，一种是物理降噪（也称被动降噪），一种是有源降噪（也称主动降噪）。有源噪声控制通过人为产生一个声场（次级声场），次级声场与原声场声波大小相等、位相相反，利用两个声波相消性干涉或声辐射控制的原理抵消初级噪声。相比物理降噪，有源降噪技术的特点是体积非常小巧，基本不占用有效空间，降噪效率非常高，特别是对于环境噪音中大量的、无处不在的低频轰鸣声效果特别好。

图 8:有源降噪技术原理



资料来源：中关村在线，东兴证券研究所

主动降噪对电子元器件的性能指标要求非常高，目前，仅美国的 BOSE 和新西兰的 PHITEK 拥有核心技术。上世纪八十年代，BOSE 公司研究出实现方案并申请了专利，由于实现难度大，价格昂贵，早期只是应用于航空和军事领域，后来逐步发展到民用领域。PHITEK 公司同样开展主动降噪技术的研究，将技术和芯片授权给第三方耳机制造商使用。公司在有源降噪方面处于国内领先地位，宏声科技的区域主动降噪技术已布局研发 5-6 年，2015 年空间噪声有源控制项目取得了工程化样机的突破，并完成仿真模拟试验平台搭建，2016 年进行了相关噪声数据采集和模拟试验。

2.1.3 军民两用，市场前景广阔

有源降噪产品具有极大的价值，在军用和民品领域均得到广泛运用。

在军事领域，主动降噪设备主要应用于直升机、通信车、坦克、装甲车、潜艇等高噪音环境。飞机的振动与噪声会严重干扰机载设备和飞行员的正常工作，甚至对驾驶员身体健康造成不可逆转的伤害，为此，多个国际组织、公司提出了飞机舱内噪声指标（通常为 80-90dB），降低舱内噪声水平势在必行。中国现有军用飞机数量庞大，且未来仍存在巨大的增长空间，有源降噪业务具有广阔的军方市场。根据 Flight Global 发布的 2015 年空中力量评估，中国 2015 年军机总数约 3000 架。2016 年，美国五角大楼发布《2016 年世界空中力量》报告称，中国军机数量居全球第三。相比之下，美国 2015 年拥有现役固定翼飞机和其他类型的飞机 13902 架，是中国军机数量的 4.5 倍。

表 2:第三方披露的中国军用飞机数量

类型	数量
战斗机	1,700
轰炸机/攻击机	400
运输机	475
特种飞机	115
直升机	约 1000

资料来源：《2016 年世界空中力量》，东兴证券研究所

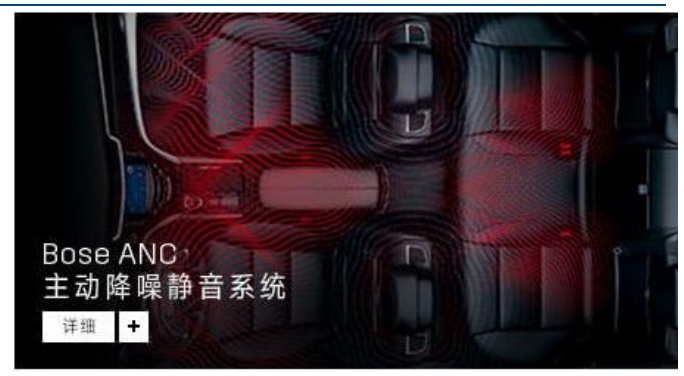
民品中的应用案例主要包括降噪耳机和汽车车厢降噪。目前，BOSE 公司将有源降噪技术应用到旗下的降噪耳机。PHITEK 公司的技术主要应用于 SONY、PHILIP、魔声、松下、铁三角等公司的主动降噪耳机，降噪耳机存在技术垄断，售价高昂，BOSE 旗下的军用级降噪耳机 BOSE A20 售价逾 7000 元。近年来，主动降噪技术在汽车领域得到运用，凯迪拉克 XTS 就标配了这样的 ANC 主动降噪技术：车内安装的麦克风，能持续监测、测量动力系统传导到车舱内的噪音，实时调控扬声器发出的反相波的波形和幅度，从而让车内乘客，摆脱车辆运行时的噪音困扰。主动降噪在民用方面存在技术垄断，利润率高，市场空间巨大。

图 9:消噪耳机



资料来源：Bose 官网,东兴证券研究所

图 10:Bose ANC 主动降噪静音系统

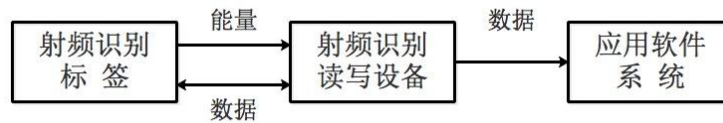


资料来源：凯迪拉克官网,东兴证券研究所

2.2 射频识别芯片

射频识别 (RFID) 系统是一种简单的无线通信系统，一般包括射频识别标签 (Tag)、射频识别读写设备 (Reader) 和应用软件系统。电子标签内存有一定格式的电子数据来储存待识别信息的条码符号，但能够自动或在外射频的作用下把存储的信息主动发射出去。读写器提供与标签进行数据传输的途径。

图 11:射频识别系统工作原理



资料来源：浅谈射频识别技术在医疗领域的应用_朱毅洪，东兴证券研究所

射频识别技术被广泛用于生产、物流、交通、运输、医疗、防伪、跟踪、设备和资产管理等需要收集和数据处理的应用领域。随着大规模集成电路技术的进步以及生产规模的不断扩大，RFID 产品的成本将不断地降低，其应用将越来越广泛。

公司布局研发服务于军方医疗救护信息系统的射频识别芯片，应用场景为大规模伤员的转场救护。在战争爆发或抢险救灾时，通过批量扫描士兵随身携带的 RF 芯片，快速识别个人健康、医疗信息和伤亡状态，实现伤员统一分流、规模救治，抢救宝贵的治疗时间。通常，射频识别技术在医疗领域的应用包括医疗垃圾跟踪监控、医疗设备管理、药物管理中的应用，主要对象为医疗物资，公司对该技术创新应用，创造蓝海市场。

此外，该类芯片在军队后勤物资调拨管理信息化领域有望发挥作用，对每一批物资安装 RF 芯片，通过物流通信卫星实现芯片定位，建立完善的信息化管理系统，使计算机能够跟踪物资从进货到库存、配货、送货、使用的全过程。该应用已被沃尔玛实施，沃尔玛公司于 1983 年与休斯公司合作，发射全球第一颗物流通信人造卫星，实现对全球商品的统一自动化管理。公司的网络可在 1 小时内对每种商品的库存、上架、销售量全部盘点，处理订货-发货-送货流程，实现公司总部、各分店及配送中心之间的快速直接通信。

图 12:信息化物理管理系统



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

二十一世纪是信息化战争的时代，我国高度重视国防信息化的全面实施，目标在 2020 年前构建能够打赢信息化战争的现代军事力量体系。军事物流信息化可以提升武器装备和军事物资的战时保障能力，是打赢信息化战争的重要保障。上市公司四川九洲在军事物流信息化领域起步较早，已经获得军工“四证”准入资质，2015 年物联网业务收入 3.71 亿元，毛利率达 29.9%。

公司 RFID 在军用医疗救护领域先入优势非常明显，暂无竞争对手，有望成为未来新利润增长点。

3. 资产注入预期强烈，资产证券化开启成长空间

3.1 政策密集出台，地方国企改革升温

我国于 2006 年“十一五规划”正式提出军工企业股份制改革概念，2007 年至今不断推动军工国有资产证券化。近日下发的《“十三五”国家信息化规划》强调军民深度融合发展，军队建设应充分调动民间资本，支持各类社会科技资源参与国防和军队网信建设，建立健全网信军民融合机制，加快网信军民融合进程。

2016 年 6 月 16 日，陕西省人民政府发布关于加快省属国有企业股份制改革推进国有资产证券化的意见，目标到 2020 年，省属国有企业基本完成股份制改革，上市公司总户数由目前的 14 户提高到 30 户左右，省属企业资产证券化率达到 40% 左右。2016 年 11 月 16 日，陕西国资委召集省属企业开会，听取企业对省国资委制定的《省属企业追赶超越行动方案提纲》的意见，会议要求各省属企业尽快成立追赶超越推进工作领导小组和工作机构，拿出具体的工作方案。2016 年 12 月，陕西省国资委、发改委、中小企业局共同实施了陕西省属国有企业与民营企业战略合作项目的对接，推动陕西省混合所有制经济发展，坚持深化国企改革，实现陕西“追赶超越”总目标。在中央做强做优做大国有企业精神指导下，集团混合所有制改革有望提速！

陕西电子信息集团也有明显的资本证券化动力和意图，资产注入预期加速。2016 年 7

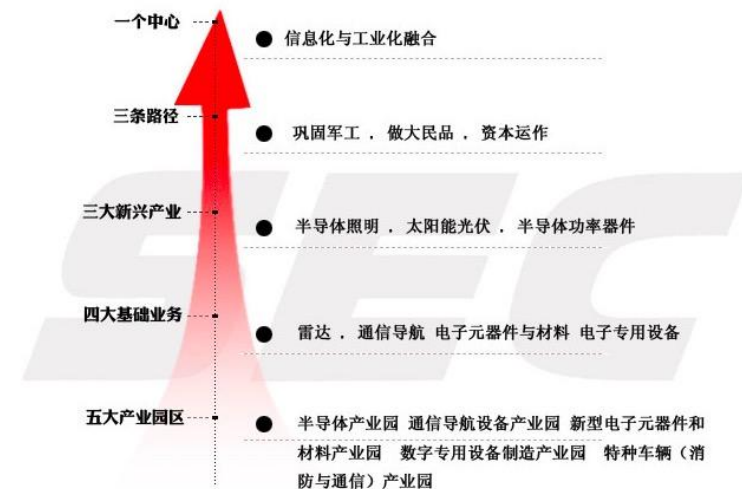
月18日，集团公司召开2016年上半年经营工作会，董事长田盘龙针对企业未来发展，提出要坚定不移地推进资本证券化工作。2016年10月12日，陕西省姜锋副省长一行到电子信息集团西安半导体产业调研，指出集团要坚持向改革要活力、向创新要动力，在建立现代企业制度、发展混合所有制经济等方面积极探索，强力推进，为全省国企改革工作积累经验。2017年1月18日，党委书记田盘龙在十周年庆典会上题注，集团计划在“十三五”期间资本证券化率达到40%以上。

3.2 “小企业，大集团”模式，资产注入空间巨大

烽火电子控股母公司为陕西电子信息集团是省委、省政府为进一步整合陕西军工电子资源禀赋优势，于2007年组建的大型企业集团，是陕西省发展电子信息产业、太阳能光伏和半导体照明产业的龙头企业，在雷达、通信、导航、电子专用设备、电子元器件及电子材料等多个领域技术领先，集团现已形成军工、传统、新兴三大产业协调发展的局面，以雷达、通讯导航、电子元器件与材料、电子专用设备四大业务为基础。

图 13:陕西电子信息集团发展战略

发展战略



13345发展战略详解：围绕“信息化与工业化融合”发展这一中心，沿着“巩固军工做大民品、资本运作”三条路径，加快发展“半导体照明、太阳能光伏、半导体功率器件”三大新兴产业，巩固提升“雷达、通信导航、电子元器件与材料、电子专用设备”四大基础业务，建设“半导体产业园、通信导航设备产业园、新型电子元器件和材料产业园、数字专用设备制造产业园、特种车辆（消防与通信）产业园”五大产业园区。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

电子信息集团 2015 年实现营业收入 122.56 亿元，同比增长 7.82%，资产规模达 252.49 亿元。在陕西省百强企业中排名第 19 位，是陕西省发展电子信息产业的龙头企业。2016 年，集团公司实现营业收入 154.79 亿元，同比增长 8.66%，集团公司所属企业实现利润 2.54 亿元，同比增长 16.46%，全面完成了年度目标任务，在 2016 年（第三十届）中国电子信息百强企业名单中列第 50 位。

烽火电子是集团内唯一一家上市公司，公司资产与收入规模不足集团十分之一，具有“大集团，小企业”的特征。公司四大基础业务中，仅有通信导航一项实现了资产证券化，集团内大量的具有稳定盈利能力和成长性的优质资产尚未上市，优质资产注入将全面提升上市公司的业绩及竞争力。公司三大新兴产业也均不属于上市公司范畴，资产注入也为集团融资提供了便捷的途径。结合来自政府的政策推动，我们认为，烽火电子未来进行资产注入的可能性较高。

3.3 预计注入资产梳理

集团公司拥有一级子公司 20 家，重要子公司包括陕西凌云电器总公司、陕西烽火通信集团有限公司、陕西长岭电气有限责任公司、陕西黄河集团有限公司等。自 2010 年公司资产重组后，烽火电子包揽了陕西电子信息集团的全部电台通信产品、电声器材业务，而陕西黄河集团和陕西凌云电器分别包揽雷达及其配套产品、导航设备及其配套产品业务。

表 3: 陕西电子信息集团主要子公司情况

骨干企业	业务领域	主要产品及营业收入
陕西凌云电器集团有限公司	始建于 1960 年，原从事航空和航海无线电导航接收设备科研生产，现有产品已拓展到电子高频组件、汽车视听电子、铅酸蓄电池、消防车、灭火器等多个系列产品。	2015 年，导航产品实现收入 11.58 亿元，同比基本持平，全部为内销，毛利率为 27.07%。
陕西烽火通信集团有限公司	始建于 1956 年，是我国军事通信装备和电声产品研制生产的核心骨干企业，主要产品包括无线通信设备、机（车）内通信系统、电声组合件及有源降噪系统等，产品市场覆盖陆、海、空等军兵种，广泛应用于国民经济各领域并远销东南亚、非洲及拉美等国际市场。	2015 年，通信产品实现收入 12.77 亿元，同比增长 2.82%，产品基本内销，毛利率为 25.93%，利润空间较大且相对稳定。
陕西长岭电气有限责任公司	前身为国营长岭机器厂，是我国“一五”期间投资建设的 156 项重点工程之一，公司专业从事军民用雷达、家用电器、纺织机电产品、太阳能光伏发电设备的科研生产销售。公司总资产 41.18 亿元。	2015 年，公司光伏板块业务收入为 29.55 亿元。（板块含长岭光伏、烽火光伏、黄河光伏等 8 家企业）
陕西黄河集团有限公司	前身为国营第七八六厂，军品包括地空制导雷达、炮瞄雷达、装甲侦察车三大系列产品，均为我军主战装备，地空制导雷达占国内同类装备量近 70%；民品主要有太阳能光伏、工模具、环保设备、医疗器械等。	2015 年，雷达产品实现收入 11.65 亿元，同比增长 8.98%，全部为内销，毛利率为 28.14%。
西京电气总公司	成立于 1985 年，从事电子元器件、电子材料、广电通讯设备的研发生产，产品广泛应用于航空航天、计算机、通信、汽车、兵器、船舶、仪器仪表、电子装备、能源交通等诸多高新技术领域和军事电子领域。	2015 年，公司电子元器件板块业务收入为 23.53 亿元（同比上升 13.31%），以内销为主，毛利率为 22.45%。

资料来源：公司债券评级报告，东兴证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年营收分别为 12.49 亿元、14.22 亿元和 16.23 亿元，净利润分别为 1.00 亿元、1.23 亿元和 1.47 亿元，EPS 分别为 0.17 元、0.21 元和 0.25 元，目前股价对应 2017-2019 年 PE 为 66 倍、54 倍和 46 倍。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

5. 风险提示

- 1、有源降噪产品市场推广缓慢。
- 2、资产重组整合绩效不及预期。

表 4: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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1923	1815	2080	2341	2647	营业收入	1077	1119	1249	1422	1623
货币资金	526	336	492	560	640	营业成本	634.35	632.73	708.61	802.25	914.06
应收账款	593.68	637.36	699.73	796.72	909.38	营业税金及附加	2.34	3.51	3.31	3.77	4.31
其他应收款	10.76	8.70	9.71	11.05	12.62	营业费用	21	28	28	31	36
预付款项	44.36	26.13	24.77	23.22	21.45	管理费用	296	324	352	401	458
存货	585	599	662	749	854	财务费用	4	-1	-1	-1	-1
其他流动资产	9.24	1.48	-13.30	-33.05	-55.98	资产减值损失	26	24	24	24	24
非流动资产合计	343.44	493.23	452.36	412.25	372.82	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.60	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	137	186	337	304	270	营业利润	94.79	107.56	133.44	159.82	187.59
无形资产	62	69	62	56	51	营业外收入	8	4	4	4	4
其他非流动资产	21	21	21	21	21	营业外支出	2.26	0.79	0.79	0.79	0.79
资产总计	2266	2308	2532	2753	3020	利润总额	100.20	110.88	136.76	163.14	190.91
流动负债合计	991.87	825.85	950.61	1054.12	1183.94	所得税	7	5	19	23	27
短期借款	84.00	0.00	30.72	35.50	47.62	净利润	93	106	118	140	164
应付账款	533.81	498.11	569.17	644.38	734.19	少数股东损益	17	18	18	18	18
预收款项	90	44	47	50	54	归属母公司净利润	76	88	100	123	147
一年内到期的非	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	181	199	173	198	225
非流动负债合计	148.74	231.28	231.28	231.28	231.28	BPS (元)	0.13	0.15	0.17	0.21	0.25
长期借款	16	106	106	106	106	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1141	1057	1182	1285	1415	成长能力					
少数股东权益	103	110	127	145	163	营业收入增长	16.31%	3.90%	11.58%	13.86%	14.14%
实收资本(或股	596	596	596	596	596	营业利润增长	105.24%	13.47%	24.06%	19.77%	17.37%
资本公积	51.96	80.41	80.41	80.41	80.41	归属于母公司净利润	13.33%	15.40%	13.33%	22.71%	19.48%
未分配利润	371.36	459.60	540.89	640.65	759.85	获利能力					
归属母公司股东	1022.62	1141.72	1217.14	1316.90	1436.10	毛利率(%)	41.10%	43.46%	43.25%	43.57%	43.68%
负债和所有者权	2266	2308	2532	2753	3020	净利率(%)	8.67%	9.47%	9.43%	9.88%	10.13%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.37%	3.82%	3.95%	4.46%	4.85%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	7.48%	7.73%	8.22%	9.32%	10.21%
经营活动现金流	147	-29	168	110	118	偿债能力					
净利润	93.36	105.99	117.75	140.46	164.37	资产负债率(%)	50%	46%	47%	47%	47%
折旧摊销	82.85	91.76	0.00	33.31	33.31	流动比率	1.94	2.20	2.19	2.22	2.24
财务费用	4	-1	-1	-1	-1	速动比率	1.35	1.47	1.49	1.51	1.51
应收账款减少	0	0	-62	-97	-113	营运能力					
预收帐款增加	0	0	3	4	4	总资产周转率	0.52	0.49	0.52	0.54	0.56
投资活动现金流	-61	-156	-24	-24	-24	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.23	2.17	2.34	2.34	2.35
长期股权投资减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	0.60	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.15	0.17	0.21	0.25
筹资活动现金流	52	13	13	-17	-14	每股净现金流(最新	0.23	-0.29	0.26	0.11	0.13
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	1.72	1.92	2.04	2.21	2.41
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	85.54	74.13	66.26	53.99	45.19
资本公积增加	3	28	0	0	0	P/B	6.48	5.80	5.44	5.03	4.61
现金净增加额	138	-171	156	68	79	EV/EBITDA	34.20	32.22	36.31	31.30	27.26

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

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。

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。

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。

张高艳

清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

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。