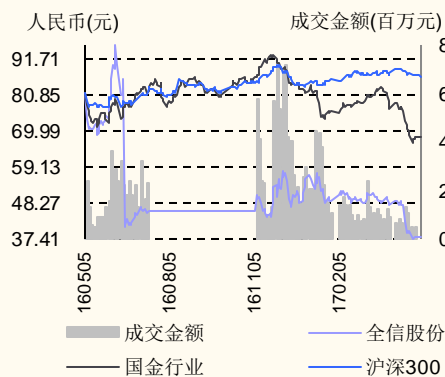


市场价格(人民币): 37.97元
 目标价格(人民币): 50.00-50.00元

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) 54.90
 总市值(百万元) 6,197.63
 年内股价最高最低(元) 96.01/37.41
 沪深300指数 3404.39



军工大传输广布局, 相关多元化促发展

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.886	0.557	0.854	1.329	1.709
每股净资产(元)	6.88	3.92	6.93	7.98	9.28
每股经营性现金流(元)	0.46	0.15	0.58	0.41	0.57
市盈率(倍)	114.55	99.62	48.89	31.44	24.45
行业优化市盈率(倍)	42.07	42.07	42.07	42.07	42.07
净利润增长率(%)	45.72%	26.66%	65.58%	55.51%	28.59%
净资产收益率(%)	12.87%	14.19%	12.33%	16.66%	18.40%
总股本(百万股)	81.00	163.22	176.17	176.17	176.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高速发展的低频传输线缆龙头, 多点位布局军工大传输领域:** 全信股份是我国军工低频传输线缆龙头, 下游客户广布航天、航空、舰船、军工电子、兵器五大领域。受益于武器装备列装和产品放量, 2016年, 公司实现营业收入4.18亿元、归母净利润0.91亿元, 分别同比增长66.55%和26.66%。近年来, 公司在保持线缆类产品竞争优势的同时, 通过自身研发及外延并购, 逐步形成了覆盖“光、电、热”多点位的军工大传输业务布局。
- **收购常康环保, 海水淡化与岛礁防卫空间广阔:** 公司将以现金加定增方式收购新三板公司常康环保, 将业务范围延伸至海水淡化领域。常康环保为海军淡水设备细分领域龙头, 其反渗透法海水淡化技术在我国海岛海水淡化应用中应用广泛。海水淡化设备在海军舰艇配套、岛礁防卫建设、及沿海城市淡水工程领域均有广阔应用前景, 我们预计“十三五”期间的市场空间将可达60-70亿元。常康环保2016-2018年承诺扣非后净利润分别不低于4800、5900、6700万元, 三年累计盈利不低于1.74亿元, 完成目标确定性较强。
- **线缆业务拓展至轨道交通, 拥抱广阔民用市场空间:** 公司在继续巩固军品市场的同时, 也致力于高端民品的业务发展。公司成立了全信轨道交通公司, 用于开拓轨道交通高端线缆市场。目前公司用于轨交的传输线缆产品已通过试用和初步市场推广, 大规模放量可期。“十三五”是我国城际高铁和城市轨交高速发展的重要时期, 我们测算未来五年轨道交通用传输线缆每年市场总规模在百亿元级别, 且行业年均增速将超过10%。民用高端线缆市场的内生增长及进口替代将为公司提供广阔的民品空间。

估值与投资建议

- 我们认为, 全信股份是优质的民参军优质企业, 预计公司2017-2019年有望实现营收5.68/7.79/11.35亿元, 同比增速35.7%/37.2%/45.7%; 归母净利润1.51/2.34/3.01亿元, 同比增速65.58%/55.51%/28.59%; 摊薄EPS0.85/1.33/1.71元。公司当前股价对应摊薄后48X17PE、31X18PE和24X19PE, 估值接近历史低位。我们给予公司“买入”评级, 6-12个月目标价50元。

风险

- 军用低频线缆市场竞争加剧; 下游军品列装放量进程低于预期; 民品市场拓展进程低于预期; 公司存货周转率较低。

司景喆 联系人
 (8621)60870938
 sijz@gjzq.com.cn

时代 联系人
 (8621)60893123
 shidai@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

内容目录

立足军工线缆，进军新领域	4
公司是军工低频传输线缆龙头.....	4
主业大幅增长，新业务突飞猛进.....	5
布局军工大传输领域，相关多元化增添新增长点.....	8
装备需求持续增长，线缆业务优势凸显.....	8
控股上海赛治、全信光电公司，光纤总线技术领先.....	12
成立南京赛创，相关多元化发展再下一城.....	15
迈向高端民品领域，拥抱广阔市场空间.....	17
布局城市轨交，进驻民用高端线缆市场.....	17
现金流状况良好，持续外延并购可期	20
收购常康环保，布局岛礁防卫.....	20
盈利预测与投资建议.....	25
盈利预测.....	25
估值与投资建议.....	26
风险	26

图表目录

图表 1：公司股权结构.....	4
图表 2：公司外延并购动作.....	4
图表 3：公司现有产品结构.....	4
图表 4：公司营业收入情况.....	5
图表 5：公司归母净利润实现连年增长.....	5
图表 6：公司分产品毛利率维持稳定.....	5
图表 7：军工线缆上市公司营业收入.....	6
图表 8：军工线缆上市公司毛利情况.....	6
图表 9：全信股份业务覆盖范围及下游客户.....	6
图表 10：主要客户营收占比.....	6
图表 11：取得军工资质情况.....	7
图表 12：军用传输线缆产品.....	8
图表 13：线缆组件产品.....	8
图表 14：线缆行业典型公司产品对比.....	9
图表 15：各国政府军费开支（亿美元）.....	9
图表 16：各国军费开支在 GDP 占比.....	9
图表 17：我国国防预算（亿元）.....	10
图表 18：“十三五”期间我国航天任务列举.....	10
图表 19：各国军用飞机数量.....	11
图表 20：各国军用飞机分布排名.....	11

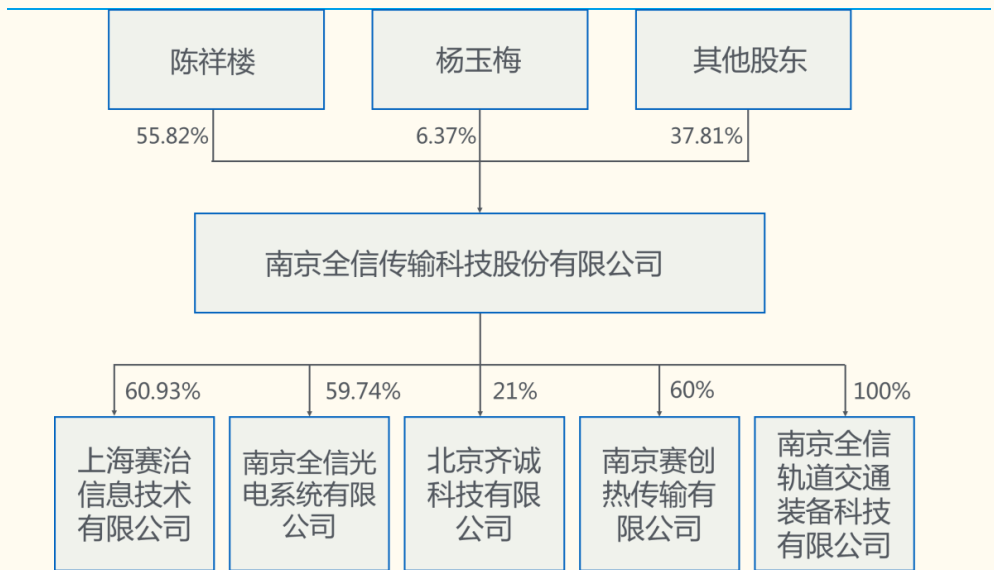
图表 21: 中美海军舰艇数量对比 (艘)	11
图表 22: 中美海军舰艇总吨位对比 (万吨)	11
图表 23: 我国电线电缆进口金额 (亿美元)	12
图表 24: 我国电线电缆进口数量 (万吨)	12
图表 25: 光器件及模块	12
图表 26: 光电控制产品	12
图表 27: 上海赛治主要产品介绍	13
图表 28: AH-64DD 长弓阿帕奇直升机	14
图表 29: 美国联合攻击机	14
图表 30: 电子设备主要冷却方式	15
图表 31: 几种新型冷却技术对比	16
图表 32: 公司民品相关资质	17
图表 33: 全国铁路固定资产投资额 (亿元)	17
图表 34: “十二五”期间轨道交通投资额 (亿元)	18
图表 35: “十二五”轨道交通线路规模 (公里)	18
图表 36: 轨道交通车用及环网电缆市场规模	18
图表 37: 公司在手现金充裕, 现金流良好	20
图表 38: 常康环保营业收入情况 (单位: 万元)	20
图表 39: 常康环保扣非后净利润情况 (单位: 万元)	20
图表 40: 反渗透海水淡化装置	21
图表 41: 海水淡化技术分类	21
图表 42: 海水淡化技术性能及能耗对比	22
图表 43: 2015 年海水淡化工程技术应用情况分布图	22
图表 44: 2015 年海岛海水淡化工程技术应用情况分布图	22
图表 45: 近年部分已建成海水淡化项目	22
图表 46: 常康环保营业收入构成 (单位: 万元)	23
图表 47: 常康环保营业收入占比情况 (2016 年)	23
图表 48: 中国南海岛屿控制现状	23
图表 49: 永暑岛卫星图	24
图表 50: 美济礁卫星图	24
图表 51: “十三五”海水淡化工程投资规模 (亿元)	24
图表 52: 中国海水淡化装置规模 (万吨/日)	24
图表 53: 分项目盈利预测	25
图表 54: 全信股份 PE Band	26

立足军工线缆，进军新领域

公司是军工低频传输线缆龙头

- 全信股份前身为南京全信传输科技有限公司，成立于 2001 年。公司于 2007 年整体变更设立股份公司，2015 年在深交所创业板上市，目前主要从事国防军工用光电线缆、线缆组件及分系统、光电元器件、光纤总线交换系统、光电集成设备、热控等产品的研发、生产和销售，产品覆盖光、电、热传输行业。
- 公司是纯正民营企业，陈祥楼为控股股东及实际控制人，并长期担任公司董事长、总经理。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司在保持线缆类产品竞争优势的同时，通过自身研发及外延并购扩大业务范围，产品进一步拓展至光电传输线缆、组件及分系统、光电元器件、光纤总线交换系统及子卡、热管理系统、海水淡化与岛礁防卫等多个领域。

图表 2：公司外延并购动作

方案首次披露	标的公司	持股比例 (转让后)	备注
2010.5	南京全信光电系统有限公司	49.00%	业务：光电系统及模块
2013.8	上海赛治信息技术有限公司	19.00%	业务：光纤总线系统
2015.10	上海赛治信息技术有限公司	60.93%	股权收购
2015.11	北京齐诚科技有限公司	21.00%	业务：军工电子贸易的代理和分销
2016.6	南京赛创热传输有限公司	60.00%	业务：热管理系统
2016.10	常州康耐特环保科技有限公司 (常康环保)	100.00%	业务：海水淡化装置
2016.11	南京全信光电系统有限公司	59.74%	增资
2017.1	南京全信轨道交通装备科技有限公司	100.00%	业务：轨交设备用光电传输线缆等

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司现有产品结构

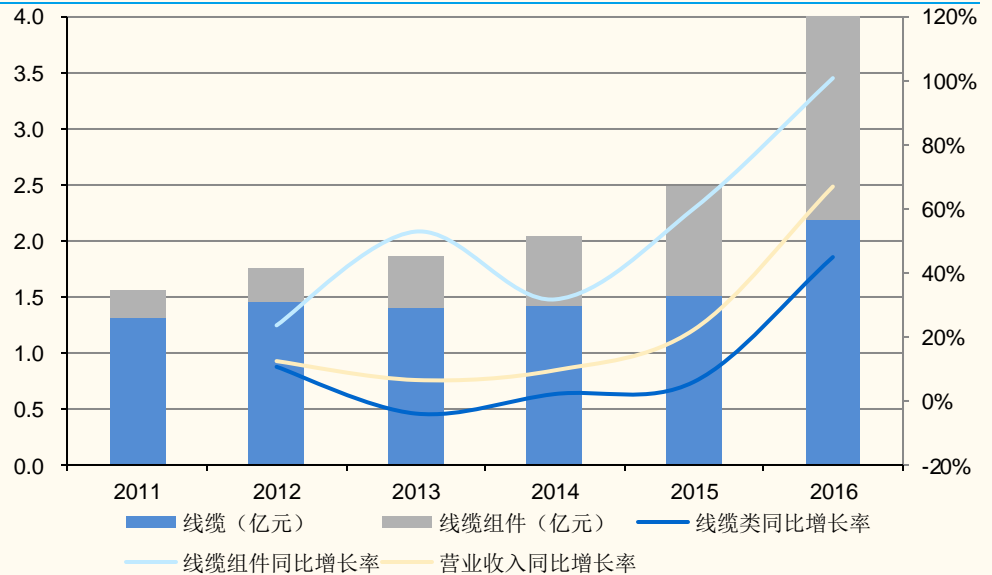


来源：公司公告，国金证券研究所

主业大幅增长，新业务突飞猛进

- 公司近年来营业收入持续上升。2016年，公司实现营业收入4.18亿元，同比增长66.55%；实现归母净利润0.91亿元，同比增长26.66%。公司业绩连年大幅增长，主要得益于新开发的光电产品在各类机载、舰载及电子装备等平台充分应用，光电传输组件和系统实现批量装备，同时组件类产品营业收入快速增加。2016年，公司FC总线、光缆组件、光模块、控制组件、热控等新产业技术实现同比+340.14%的高速增长。

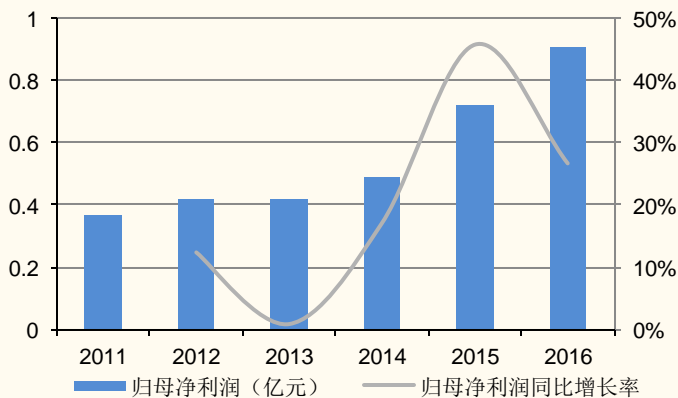
图表4：公司营业收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

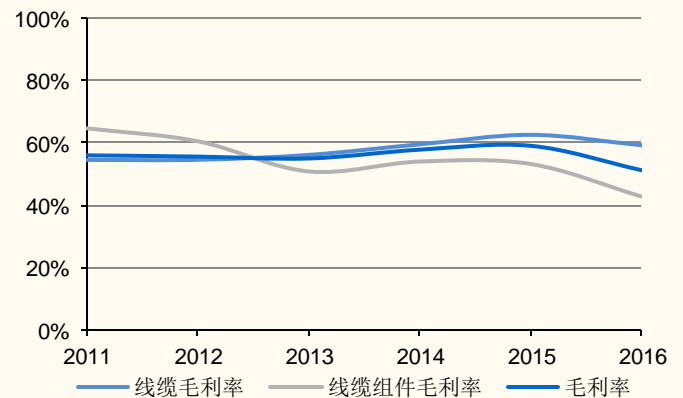
- 公司整体净利率和毛利率近年来较为稳定，2016年毛利率为51.16%。高军工业务比例也使得公司的毛利水平远高于行业平均水平。

图表5：公司归母净利润实现连年增长



来源：公司公告，国金证券研究所

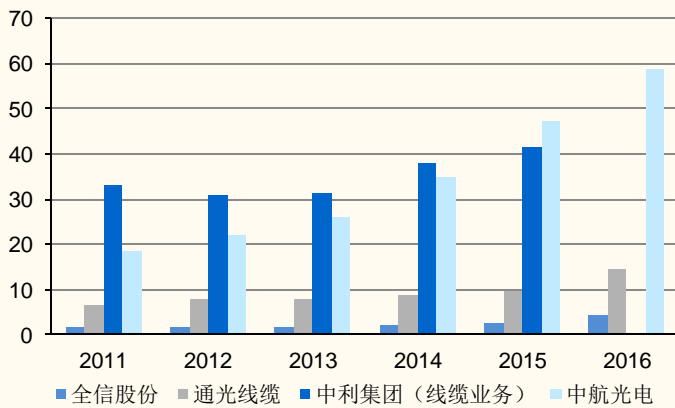
图表6：公司分产品毛利率维持稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

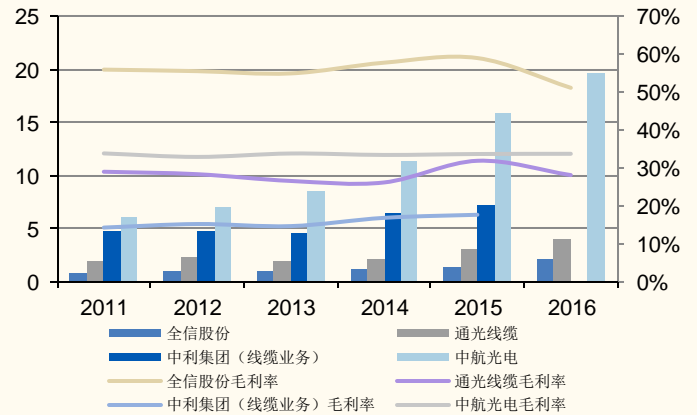
- 公司的主要产品为弱电信号传输线缆，在细分领域的市场占有率较高。在广义的线缆领域中，整体收入水平较小，但是公司的毛利率水平远高于其他企业。

图表 7：军工线缆上市公司营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：军工线缆上市公司毛利情况



来源：公司公告，国金证券研究所

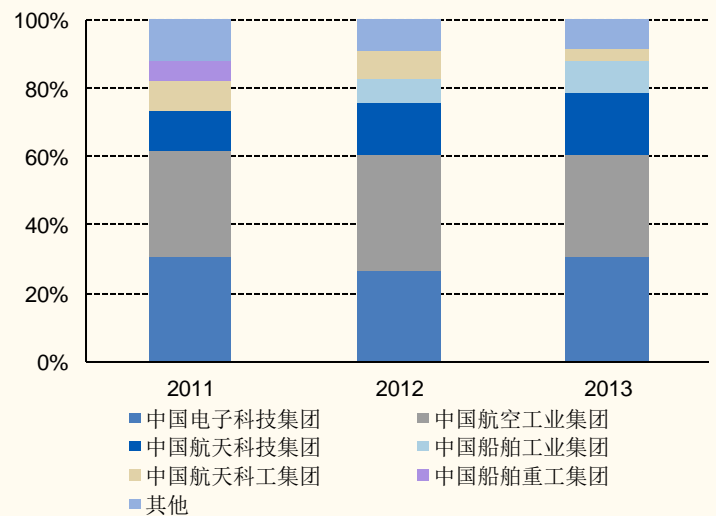
- 公司产品通用性极强，其业务在包括航天、航空、舰船、军工电子和兵器在内的五大军工领域均有涉及，这在所有民参军类型企业中较为少见。
- 公司产品的主要客户包括中航工业、中国电科、航天科技、航天科工、中船重工、中船工业等军工集团下属骨干企业和科研院所等，且军工产品的绝大部分直接配套主机装备客户。
- 过去几年，公司承担了载人航天，重点型号飞机，大型水面战斗舰船等国家重点国防工程的光电传输线缆及组件、光电元器件、光纤总线交换系统、光电转换系统的配套任务，如北斗导航、嫦娥工程、神舟飞船、天宫一号等，与下游军工集团客户均建立了良好的合作关系。

图表 9：全信股份业务覆盖范围及下游客户



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：主要客户营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在公司所有业务中，军工产品收入占比达到 90%以上。公司长久存在于行业内，已取得配套军工客户所需的相关资质（军工“四证”），相对其他同业竞争者存在一定的先发优势。

图表 11：取得军工资质情况

证书名称	批准/发证单位	有效期至
装备承制单位注册证书	中国共产党中央军事委员会 装备发展部	2017.8
武器装备科研生产许可证	国家国防科技工业局	2017.05.10
三级保密资格单位证书	国防武器装备科研生产单位 保密资格审查认证委员会	2020.03.25
武器装备质量体系认证证书	中国新时代认证中心	2019.11.1

来源：公司公告，国金证券研究所

布局军工大传输领域，相关多元化增添新增长点

- 公司在军用电缆业务的基础上，通过上市以来不断的技术拓展与外延并购，逐步完善业务布局，形成了“光、电、热”全覆盖的大传输产品系列，通过相关多元化发展多方位满足军工客户的产品需求。

装备需求持续增长，线缆业务优势凸显

- 传输线缆与线缆组件是整机系统的“神经和血管”，特种线缆被广泛应用于航天、航空、舰船、军工电子、兵器等军工领域。

图表 12：军用传输线缆产品



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 13：线缆组件产品



来源：公司网站，国金证券研究所

- 军用特种传输线缆、线缆组件及分系统是公司的立身之本。公司的传输线缆产品主要用作军用电子设备的内部配线、外部接线以及电气间的信号传输、能量传输，按照适用频率范围可分为低频线缆（<300KHz）和射频线缆（>300KHz）两类。公司目前的产品以低频线缆为主、射频线缆为辅。
 - 目前国产低频线缆技术水平已能够达到替代进口水准，公司在此领域市场拓展较早，目前已形成领先市场的技术水平和客户黏性。
 - 在射频线缆领域，国内军工线缆只能在中低频率范围内达到或接近国外同类产品的性能，部分产品仍需依赖进口。公司在射频线缆领域的技术水平正处于逐步发展阶段。
- 公司 2007 年开始切入军工市场，经过多年深耕，目前已在技术水平和下游市场形成了两大优势壁垒。
 - 公司部分高性能传输线缆产品具有外径小（绝缘厚度较常规氟塑料线缆小 50%左右）、重量轻（较常规线缆重量减少 10%~40%）、耐高低温（-100℃~200℃、-65℃~260℃）、耐辐照（5×10⁸rad）等特性，能够在航空、航天等复杂环境中提供高可靠的传输性能。公司已承担载人航天、重点型号飞机、大型水面战斗舰船等多项国家重点国防工程的传输线缆、线缆组件及分系统的配套任务，产品可靠性能得到验证和下游客户的肯定。
 - 军工项目配套从设计介入到经历反复试验认证、试用、设计定型、小批量生产、最终被认可进行批量配套，需要 3-10 年（甚至更长）的时间周期。而一旦被军方选定为供应商，则意味着一个相对较长的稳定采购关系。公司已与国内各大型军工集团均保持多年合作关系，在进入时间成本方面取得了领先行业的优势。

- 此外，公司产品结构完善，抗风险能力突出。A股上市公司中除全信外，从事线缆相关业务的上市公司还包括金信诺和通光线缆两家。其中金信诺主要从事中高频稳相光电缆业务，通光线缆产品则更多集中于强电传输线缆。目前公司已形成弱电传输线缆全系列产品，客户范围广、下游需求量大，具备较强的抗风险能力和市场延展空间。

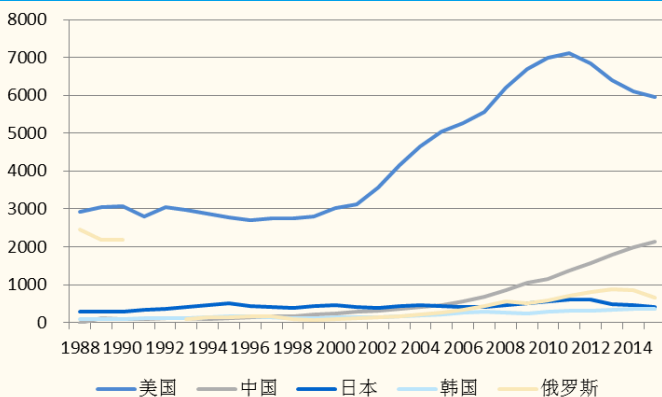
图表 14：线缆行业典型公司产品对比

上市公司名称	主要产品	传输电压	传输频段	主要应用领域
全信股份	低频线缆、射频线缆	弱电	低频、中频为主，高频为辅	航空航天电子系统信号、能量传输；总线信号控制系统；舰船电力通信及指挥系统；地面通信、雷达、指挥系统、电子对抗等装备
金信诺	中高端射频同轴电缆	弱电	中高频稳相	移动通信终端、移动通信基站、航空航天及军用电子
通光线缆	装备线缆、光纤光缆和输电线缆等三大类特种线缆	强电	中高频	超特高压、智能电网用输电线路；航空航天输电；通信等

来源：国金证券研究所

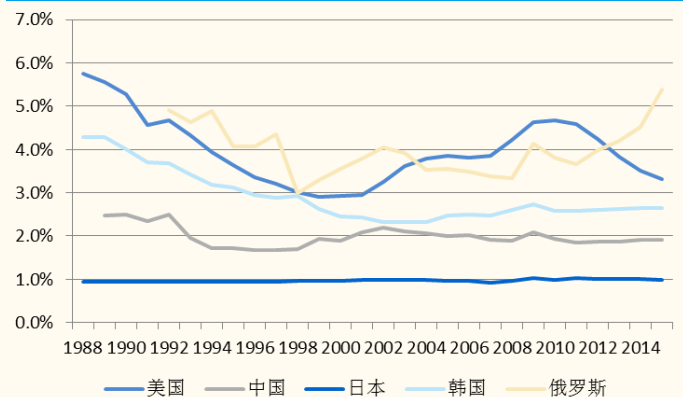
- 公司生产的军用高性能传输线缆被广泛应用于航空、航天和舰船等领域。未来几年，预计我国的国防开支将持续保持高速增长，武器装备的升级列装将为公司线缆业务提供广阔的市场空间。
- 与美、俄军事大国相比，我国每年军费开支明显偏低，在 GDP 占比不足 2%。随着我国经济总量的持续增加，以及南海争端、朝核问题、萨德入韩、半岛局势紧张等事关我国国防建设、领土主权、与周边安全的国际性事件不断发生，我国的国防投入与经济发展及我们的大国责任相匹配将成为必然趋势。按照国防、经济建设同步发展趋势，即国防开支占 GDP 的比例为 2%-3%，我国国防开支需保持每年 10% 以上的增长速度。

图表 15：各国政府军费开支（亿美元）



来源：SIPRI，国金证券研究所

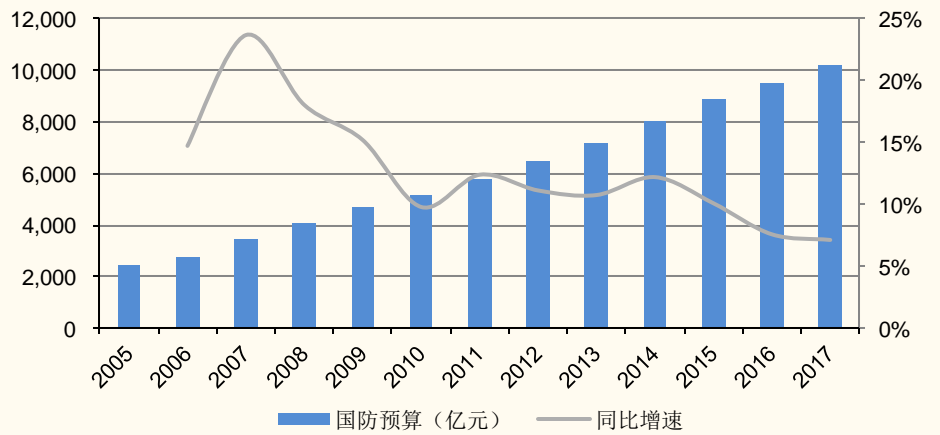
图表 16：各国军费开支在 GDP 占比



来源：SIPRI，国金证券研究所

- 2017 年，我国国防预算超过 1 万亿元，同比增长超过 7%。按照当前增速，预计到 2020 年，我国国防预算可达 1.25 万亿元，整个“十三五”期间军费开支有望达到 5.5 万亿元，按照以往支配比例，其中的约三分之一（接近 2 万亿元）将用于武器装备研产。

图表 17：我国国防预算（亿元）



来源：财政部，国金证券研究所

- 在我国国防现代化需求持续提升过程中，预计以战斗机、预警机、大型运输机、大型水面战斗舰船、全球卫星导航为代表的一批重点装备将进入加速发展阶段，预计行业年均增速将可达 20%-30%，而这些高速发展的领域正是公司重点配套的下游。
- 我国的航天任务已迎来密集实施阶段。未来的 2-3 年，我国航天任务量还将持续饱满，长征系列火箭、载人登月、火星取样返回、带外行星探测、太阳能空间站等航天重大工程也将全面铺开。预计“十三五”期间，我国年均发射次数有望达到 30 次，约是“十二五”期间发射总量的两倍，将直接拉动火箭及各型航天器的研产需求。

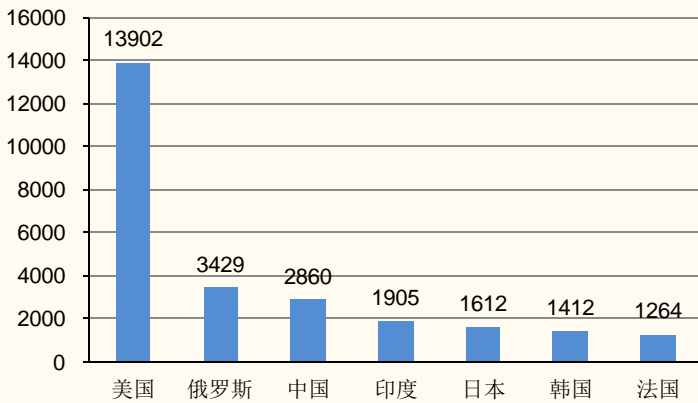
图表 18：“十三五”期间我国航天任务列举

时间	型号任务	备注	事件
2017 年	嫦娥五号	无人月面取样返回航天器	计划在嫦娥工程三期中完成月面取样返回任务，是该工程中最关键的探测器
2017 年	天舟一号	货运飞船	与天宫二号对接，开展推进剂补加等相关试验
2017 年	高分五号卫星	遥感卫星	装有高光谱相机和多部大气环境和成分探测设备
2018 年	嫦娥四号	登月探测器	拟着陆月球背表面，继续更深层次更加全面地科学探测，完善月球的档案资料
2018 年	高分七号卫星	遥感卫星	将在高分辨率立体测绘图像数据获取、高分辨率立体测图、城乡建设高精度卫星遥感和遥感统计调查等领域取得突破
2019 年	全球水循环观测卫星	气象卫星	对全球陆地、海洋和大气水循环关键要素进行综合观测
2020 年	火星探测器	深空探测器	采集轨道数据，勘测着陆地点

来源：财政部，国金证券研究所

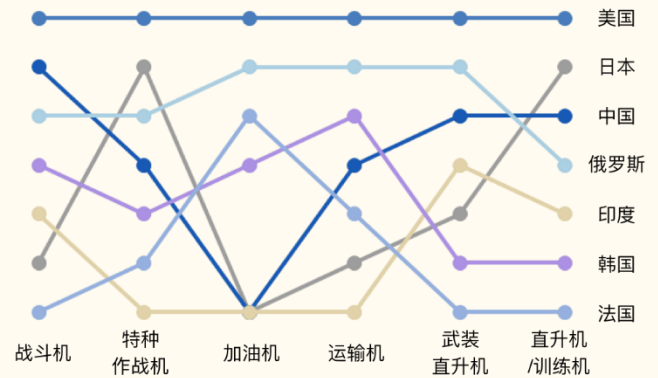
- 从军用飞机数量上来看，我国军机在 2015 年已达到全球数量第三，与第二名俄罗斯的差距也在不断缩小。但是，我国军机数据量仅是美国的五分之一，且加油机、运输机、特种作战机等大型或高端机型仍是目前短板，新一代军机的研发、量产迫在眉睫。

图表 19: 各国军用飞机数量



来源:《World Air Force Report 2015》, 国金证券研究所

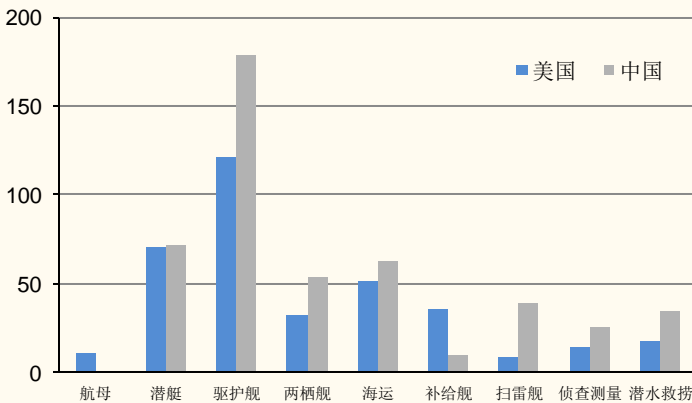
图表 20: 各国军用飞机分布排名



来源:《World Air Force Report 2015》, 国金证券研究所

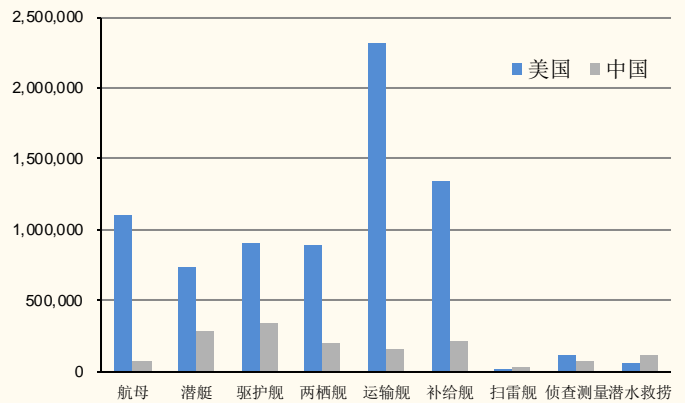
- 军用舰艇方面, 我国在整体数量上已超越美国, 但是吨位量级落后较多, 大型航母、运输舰数量远远不足, 不能匹配我国海军从浅蓝走向深蓝的战略要求。未来, 海上防卫将成为我国的国防重点, 大吨位舰艇及配套海军装备将迎来需求高峰。按照 15 年内组建 6-8 个航母作战群的战略要求, 我国海军军舰建造总产值将超过万亿, 对应年均建造产值约 1000 亿元。

图表 21: 中美海军舰艇数量对比 (艘)



来源: 美国海军情报局, 国金证券研究所

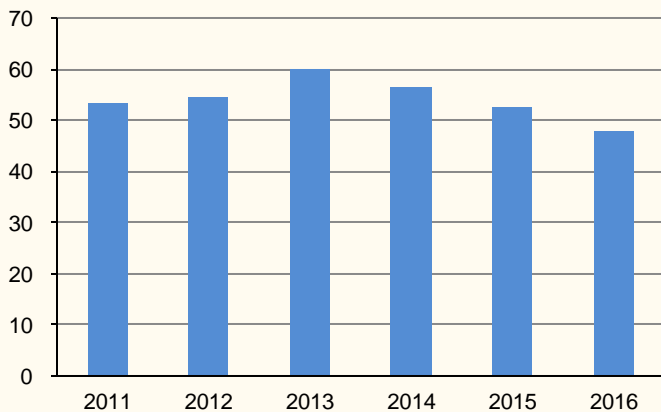
图表 22: 中美海军舰艇总吨位对比 (万吨)



来源: 美国海军情报局, 维基百科, 国金证券研究所

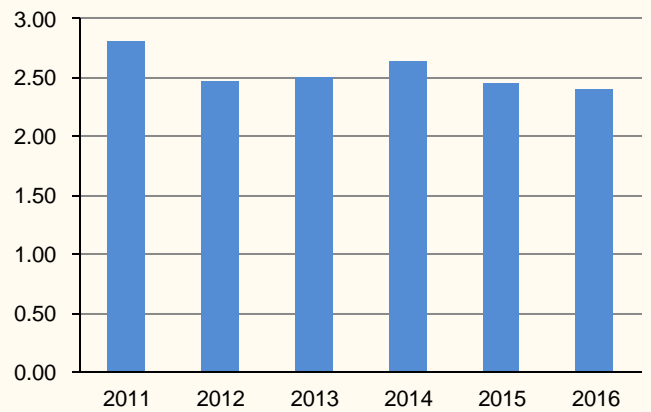
- 在各型航天器、武器装备生产过程中, 军用高性能传输线缆的作用不可忽视, 而这部分市场正在进行国产化替代进口的转型。随着 2016 年军民融合上升为国家战略, 军品市场将更加开放, 公司将有机会参与配套组件或系统等更高级别的产品, 从而迎来新的发展机遇。
- 在航空航天、核电、电子、汽车线束等领域, 高端线缆产品 (射频电缆、数据电缆等) 主要依赖进口。根据海关总署数据, 2016 年, 中国全年累计进口电线电缆 24.07 万吨, 金额 47.90 亿美元, 行业进口替代空间广阔。

图表 23: 我国电线电缆进口金额 (亿美元)



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 24: 我国电线电缆进口数量 (万吨)



来源: WIND, 国金证券研究所

- 军工产品涉及国家安全, 其材料及产品供应要有必要的保障。因此, 当产品性能和质量一致的情况下, 军工客户将优先选择国产产品, 并对其有一定的扶持, 同时, 国产产品具有价格和供货周期的优势, 更重要的是, 这符合国家战略的需要。因此, 随着国内企业技术实力的不断提高, 军用高性能线缆的国产化程度将不断提高。

控股上海赛治、全信光电公司, 光纤总线技术领先

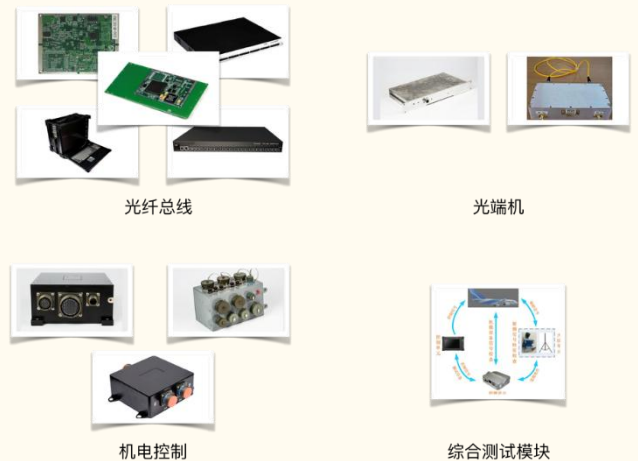
- 在发展线缆业务的同时, 公司通过 2015 年 10 月增资上海赛治信息技术有限公司和 2016 年 11 月增资南京全信光电系统有限公司, 成功将光传输产品 (光器件及模块、光电控制产品等) 延伸至光通信领域, 开发出具有国内领先水平的光纤总线系列产品及光电系统测试检测产品, 并实现将该领域业务上升至系统级 (包括数据交换系统、分析系统、存储加密系统等)。

图表 25: 光器件及模块



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表 26: 光电控制产品



来源: 公司网站, 国金证券研究所

- 上海赛治信息技术有限公司 (“上海赛治”) 成立于 2013 年, 主要研制和生产光纤总线产品, 并能提供完整的光纤总线系统级解决方案, 在行业内处于领先地位, 其产品及解决方案广泛应用于包括航空、车载、船舶和所高校等光纤总线产品研发单位。公司通过成立之初的现金购买与 2015 年的股权收购, 目前持有上海赛治 60.93% 的股权, 成为其控股股东。
- 上海赛治的光纤总线产品和解决方案主要应用于航空航天设备, 也广泛应用于车载、舰载、高校等单位, 如中国航空工业集团、中国电子

科技集团、中国兵器工业集团、中国船舶重工集团及科研院所等。上海赛治是国内进入光纤总线领域最早、技术最领先、同权威机构合作最深的企业，为光纤总线领域确立了行业标准。

- 同时，上海赛治进一步研发出军用存储加密系统，用于高端战机及高端舰船的数据交换系统，从而达到光纤总线全套系统级解决方案提供能力，专业水平国内领先。

图表 27：上海赛治主要产品介绍

 <p>光纤总线交换机 FS400</p>	<p>产品简介</p> <p>FS400 交换机是上海赛治新一代 FC-AE 交换机。采用标准 19 英寸 1U 机架式结构，具有 24 个 1G/2G/4G FC 端口，具备高带宽低延时、高可靠易维护、高性能广兼容等特点。FS400 交换机是组建 FC-AE 交换型拓扑网络的核心设备。</p> <p>产品特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 高带宽、低延时 1G/2G/4G 速率共存设计 高精度时钟同步技术 多种消息监控模式 Trunk 动态负载均衡
 <p>光纤总线接口卡 FH120</p>	<p>产品简介</p> <p>FH120 是一款基于 FC-AE-ASM 协议的 XMC 接口 HBA 卡（遵循 ANSI-VITA 42 标准，军工级产品），采用赛灵思(Xilinx) K7 系列高性能 FPGA，提供 2 路 LC 端口，端口速率支持 1G/2G/4G。FH120 能够方便集成到用户实际业务系统，快速接入 FC-AE 网络，实现光纤总线终端的数据通讯。</p> <p>产品特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 硬件拆分重组 高带宽传输 端口冗余技术 多通道技术 低功耗设计
 <p>光纤总线测试仪 FT400</p>	<p>产品简介</p> <p>FT400 是 FC-AE 网络专用测试设备，该产品为一款标准 19 英寸 1U 机架式设备，具有 24 个 1G/2G/4G FC 端口，支持多台设备级联，可为 FC-AE 网络的交换机和 HBA 卡提供协议一致性、功能、性能及可靠性等测试。</p> <p>产品特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 协议一致性测试 可靠性测试 自动化测试 测试用例库管理
 <p>光纤总线分析仪 FA350</p>	<p>产品简介</p> <p>光纤总线分析仪 FA350 是上海赛治新一代的 FC-AE 分析系统。该产品采用加固型便携式计算机，可配置 4-12 个 1G/2G/4G FC 端口，具备线速捕获数据能力，能够实现 FC-AE 环境数据的采集、监控、在线/离线分析、性能统计及关键数据实时上报等功能，为调试、验证及故障定位提供了高效的解决方案。</p> <p>产品特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 线速捕获 触发过滤 实时监控 协议编辑 零插入延迟

来源：上海赛治官网，国金证券研究所

- FC 光纤总线全称航空电子光纤通道协议（Fiber Channel Avionics Environment），简称 FC-AE，最早由美国军方为适应航空电子环境的要求

而专门制定。该技术通过大幅提高线路传输带宽（传输速率从 1Mbps 提升至 2-4 Gpbs），以实现将现代航天器所搜集到的复杂信息（如温度、冲击、噪声、速度、压力等）以图像、语音、视频等方式进行高保真实时传输，具有高带宽、高确定性、低延迟、低误码率，传输距离远、兼容性及抗干扰能力强等特点，是新一代航空电子系统实现综合化、数字化和智能化的关键所在。

- 随着信息技术的发展，现代军事装备呈现信息化、数字化、电子化的趋势，航天器的性能不断的提高，电器设备的复杂程度和技术含量也越来越高，对电子综合系统提出了更高的要求。新一代高速、可靠的互联总线系统，对航天器应对测量系统中复杂的电气系统，进行快速、实时、有效的监测和诊断来说尤为重要。
- 目前，美国已经对大部分航空、航天电子设备进行了升级换代，FC-AE 标准技术已应用于 AH-64DD 长弓阿帕奇直升机、美国联合攻击机等。

图表 28: AH-64DD 长弓阿帕奇直升机



来源：新浪网，国金证券研究所

图表 29: 美国联合攻击机



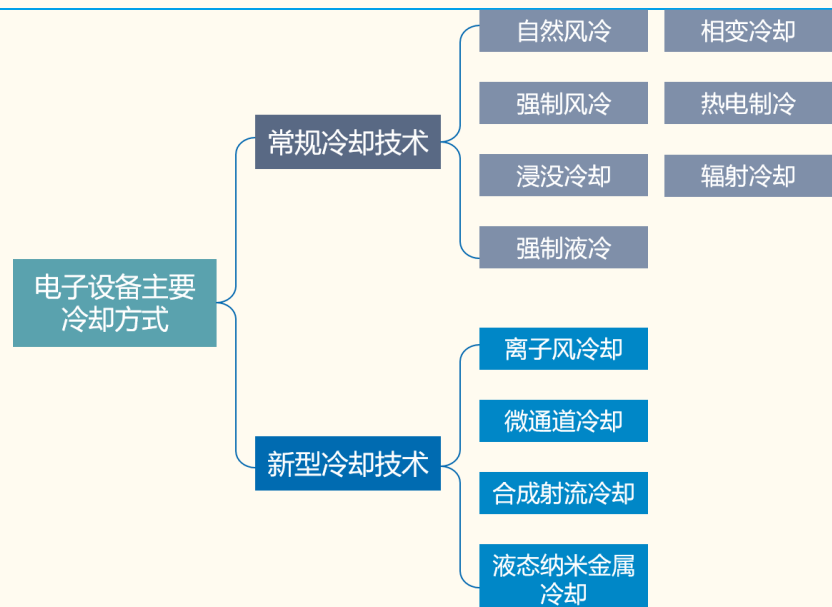
来源：新浪网，国金证券研究所

- FC-AE 总线在航天飞行器的语音、视频、数据采集等方面有着广阔的应用前景，目前国内的研究和应用才刚刚起步，大部分还在使用国外的接口设备直接组建光纤网络。
- 上海赛治的 FC-AE 总线相关产品属于系统级，能够为下游客户提供光电数据交换系统、分析系统、及存储加密系统的软硬件全套解决方案，盈利能力突出，技术实力国内领先，未来将有望参与我国新一代战机的配套生产。
- 南京全信光电系统有限公司（“光电公司”）成立于 2010 年，由公司（占股 49%）与中国航空工业集团公司成都飞机设计研究所（占股 51%）共同设立，主要从事光电测试和检测系统。2016 年 11 月，公司增资光电公司，成为光电公司持股 59.74%的控股股东。
- 中航工业成都飞机设计研究所（“成飞设计研究所”）是我国现代化战斗机设计研究的重要基地，先后承担了歼七、枭龙、歼十等多种型号飞机的研制和大量课题研究任务，是我国四代战机的主要生产商。
- 通过控股上海赛治和光电公司，公司形成了光纤总线及产品的系统级配套能力，并能够提供光电系统测试检测系统及服务等高附加值产品及业务。
- 2016 年，上海赛治和光电公司共计实现营业收入 4847 万元、净利润 1000 万元，为公司带来 598.63 万元的利润贡献，实现超过 30 倍的同比大幅增长。我们认为公司的光纤总线系统及光电测试检测系统具有高技术壁垒、高毛利、下游空间广阔的特点，未来高速增长可期。

成立南京赛创，相关多元化发展再下一城

- 2016年6月，公司出资360万元投资新设子公司南京赛创热传输有限公司（“南京赛创”），公司占股60%，为南京赛创的控股股东。
 - 南京赛创主要从事电子设备散热用高端液冷组件及系统、部件及系统的研发、生产和销售业务，产品主要应用于军用航空、舰船、电子等领域，并逐步拓展航天领域的应用。
 - 目前，南京赛创业务刚刚起步，2016年实现营收112万元，净利润-84万元。我们判断小幅亏损属于起步期的正常现象，预计渠道优势及终端产品需求能够助力此项业务在今年实现扭亏为盈。
- 散热系统对电子设备的工作性能有着至关重要的作用，合理的散热设计可以避免电子器件因过热而引起故障。电子设备的热设计包括对电子设备中的发热元器件以及整个系统所采用的结构设计和冷却技术，提供合适的工作温度环境，从而保障电子设备乃至整个系统的正常工作及运行。
 - 在信息化战场，军用装备中电子设备数量大幅增加。例如，现代机载设备需要承担通信、导航、侦查、预警、火力控制、电子对抗、飞行控制等多项任务，机载设备的数量和复杂程度大幅增加，因此，设备的热功率也不断的增大。在第三代战斗机中，Su-27战斗机电子舱的热负荷为18kW，F-18战斗机电子舱的热负荷为19kW，而美军的第四代战斗机F-22的总设计热负荷达到了55kW。
 - 另外，随着电子设备集成化的发展，元器件的尺寸越来越小，其散热高度集中，对电子设备的可靠性提出了很高的要求。单个半导体元件的温度每升高10℃，系统可靠性将降低50%，超过70%的电子设备失效与过高的环境温度有关。以集成电路为例，工作温度在90℃时的失效率是40℃的75倍。
- 液冷是一种新型的冷却技术，相比传统的自然冷却及强迫风冷，液冷技术能将冷却效率提高100-2000倍，从而大大节约冷却系统的空间，提升冷却效率。

图表 30：电子设备主要冷却方式



来源：《大功率集成电子器件热仿真分析及液冷系统研究》，国金证券研究所

图表 31：几种新型冷却技术对比

冷却技术	简介	优点	缺点
液体喷射冷却	喷射器在需要散热的电子器件上喷射冷却流体	对电子元器件冷却效果非常理想	热源表面不均匀冷却性限制应用场景
液体喷雾冷却	利用喷嘴喷出的微小液滴，形成冷却液薄膜，蒸发或流动带走热量	冷却换热效率高，且冷却均匀，适用于对温度要求严格的领域，尤其是在尺寸、重量、性能上有明显优势，适用于机载设备，美国 EA-6B 和全球鹰目前已采用该技术	技术要求 and 价格较高
循环管路散热冷却	通过冷却剂泵驱动冷却剂在循环管路中流动，从冷板吸收热量，散热器释放热量，完成散热循环	冷却散热效率高，散热器件易加工，成本较低	冷却液流动阻力较大，散热效率、系统尺寸和重量仍有调整空间
微通道液体冷却	利用特殊微加工技术，在固体基质上制造出微小的流体通道，流体流经通道时利用直接或蒸发的方式带走热量。	极高的换热能力和较小的流体阻力	微通道截面积小，流动阻力有优化空间，加工较复杂
热管冷却	利用冷却剂的相变来强化换热，通过蒸发段、绝热段和冷凝段来散热	传热效率极高，有近超导热体之称，具有高可变性、热响应性和等温性，尺寸小、重量轻、结构简单	热管两端接触面热阻较大，技术要求、价格较高

来源：《电子设备液冷技术研究进展》，国金证券研究所

- 南京赛创所从事的高端液冷组件、部件及系统在军用电子设备具有广泛的应用。在开拓市场的过程中，赛创有望与全信的光电线缆业务共享客户渠道，从而打通公司在布局的军工大传输最后一环。自此，公司已逐步形成对光、电、热传输产业的全覆盖，在军用传输市场的地位将得到进一步的巩固。

迈向高端民品领域，拥抱广阔市场空间

- 近年来，公司在继续巩固军品市场的同时，也致力于高端民品的业务发展。对民用航空、高铁、城轨等行业开发新品，将军用品研发中积累的技术储备和制造工艺应用于高端民品，探索军民融合发展的新模式。
- 公司已取得 AS9100C-2009 国际航空航天质量管理体系认证，中国船级社工厂认可证书，为拓展民用航空和船舶市场打下了坚实基础。此外，公司相继开发环保线缆、轨道交通用线缆等特种线缆，并进行了初步的市场推广，逐步拓展民品业务。

图表 32：公司民品相关资质

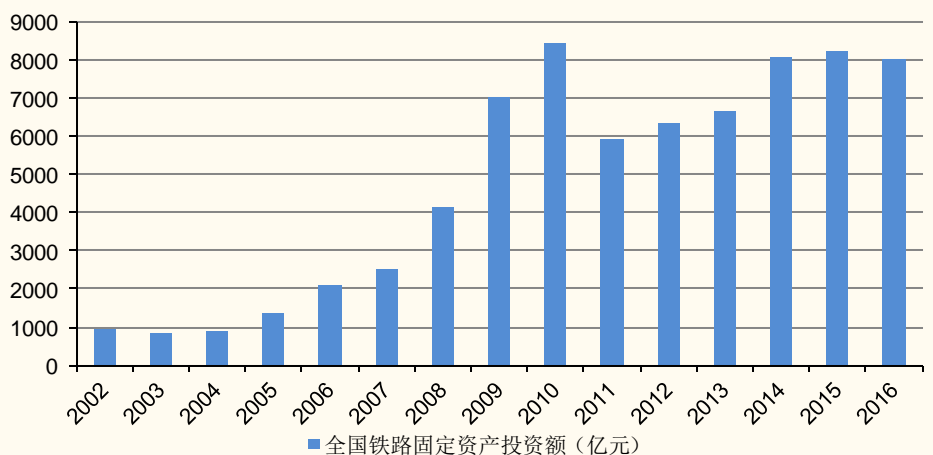
序号	资质	批准/发证单位
1	AS9100C-2009 国际航空航天质量管理体系认证	美国航空航天质量标准委员会
2	中国船级社工厂认可证书	中国船级社江苏分社
3	地铁城轨 3C 与 ISO 认证	中国质量认证中心
4	高铁 CRCC 认证（申请中）	中铁检验认证中心
5	IRIS（国际铁路行业标准）质量管理体系认证	欧洲铁路行业联盟

来源：公司年报，国金证券研究所

布局轨道交通，进驻民用高端线缆市场

- 铁路轨道交通将是我国“十三五”期间的建设重点，预计未来 5-10 年我国铁路固定资产投资额将保持年均 8000 亿元以上，对应每年电线电缆相关需求将超过百亿。
- 2016 年，我国用于铁路建设的固定资产投资总额达到 8015 亿元。根据国务院印发的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2020 年，中国高铁将覆盖 80% 以上城区常住人口 100 万以上的城市，高铁营业总里程将从 2015 年的 1.9 万公里增加至 3 万公里。
- 我们预计未来 5-10 年，我国铁路固定资产投资额将保持年均 8000 亿元以上，按照电线电缆占轨道交通工程总造价的 5% 计算，则对应每年电线电缆相关需求将超过百亿。

图表 33：全国铁路固定资产投资额（亿元）

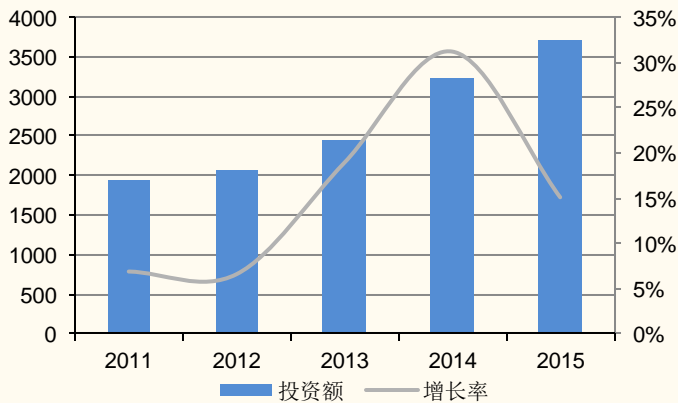


来源：国家铁路局，国金证券研究所

- 当前，城市轨道交通建设正在形成新一波的热潮，预计“十三五”期间，每年城市轨道交通投资额都将维持在 3000 亿元-3500 亿元以上，我们测算到 2020 年，与之对应的城市轨道交通线缆市场规模将达 50 亿元。

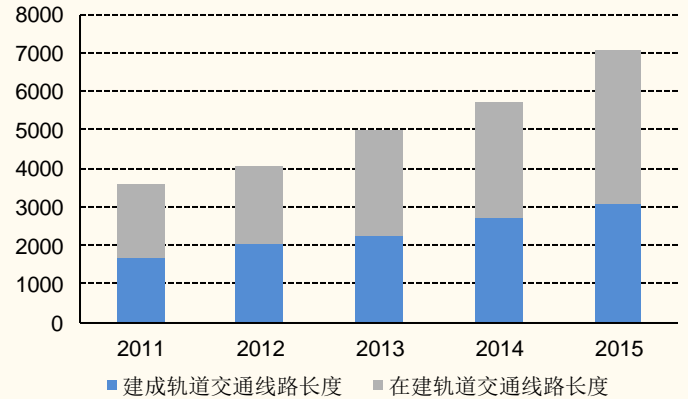
- 2015 年末，我国城市轨道交通累计通车里程达 3286 公里，累计已有 25 座城市的 112 条线路通车运行。根据发改委已经批复的城市轨道交通项目，以及各地的城市轨道交通建设规划，预计到 2020 年，我国城市轨道交通通车里程有望达到 8500 公里，比 2015 年末增长 150% 以上，“十三五”期间新增城市轨道交通通车里程将有望比“十二五”的约 1700 公里增长 200% 以上。
- “十二五”期间，我国城市轨道交通投资额达到 1.16 万亿元，年均投资额 2300 亿元；预计“十三五”期间，每年城市轨道交通投资额都将维持在 3000 亿元-3500 亿元以上，甚至有望超 4000 亿元，“十三五”期间累计投资额有望超过 2 万亿元。

图表 34：“十二五”期间轨道交通投资额（亿元）



来源：住房和城乡建设部，国金证券研究所

图表 35：“十二五”轨道交通线路规模（公里）



来源：住房和城乡建设部，国金证券研究所

- “十二五”期间，我国城市轨道交通车辆用电缆年需求 2.5 至 3 万千米，交通信号电缆年需求 1.5 至 2 万千米。轨道交通用电缆主要有环网电缆和车用电缆。根据国内多条轨道交通相关数据，每辆城市轨道交通地铁车辆所需车用电缆 14 万元，环网电缆每公里花费 55 万元。我们测算到 2020 年，轨道交通车辆及环网电缆市场总规模可达约 50 亿元，平均每年增速将超过 10%。

图表 36：轨道交通车用及环网电缆市场规模

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
新增车辆/辆	2861	1843	2762	3439	2756	5053	6788	6347	6396	5957
车用电缆规模/亿元	4.01	2.58	3.87	4.81	3.86	7.07	9.50	8.89	8.95	8.34
新增里程/公里	1699	2058	2539	3173	3612	4402	5256	5968	6722	7477
环网电缆规模/亿元	9.34	11.32	13.96	17.45	19.87	24.21	28.91	32.82	36.97	41.12
总规模/亿元	13.35	13.90	17.83	22.27	23.72	31.29	38.41	41.71	45.93	49.46

来源：中国产业信息网，《地铁供电系统工程造价编制和技术经济分析的研究》，国金证券研究所

- 轨道交通用线缆属于民用高端线缆，此前市场多为进口垄断。随着国产线缆技术水平不断提高，民用高端线缆进口替代市场空间广阔。
- 铁路旅客车辆及城市轨道交通对线缆的阻燃要求极高，且需具有强绝缘性、高防水防油性和耐磨性。我国对相关电缆企业的要求为：拥有我国电线电缆强制性认证；具备铁道部车辆用电缆的订货标准；符合德国铁道部认可的 DIN5510、英国的 BS6853 或法国的 NFF16-101

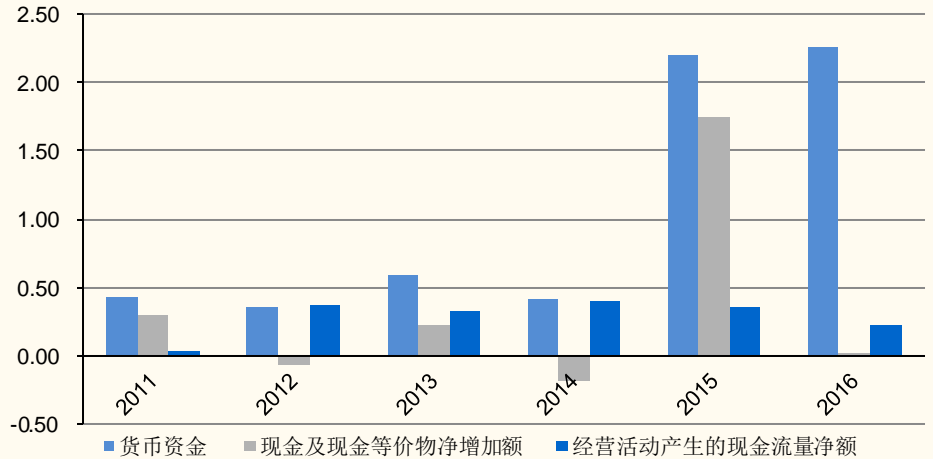
防火测试标准。因此，目前有能力对轨道交通用线缆市场进行供货的企业很少，且多为国外品牌。

- 公司将多年积累和长期从事航天航空等军工用电线电缆的研产经验，成功应用于轨交线缆的研发，经过几年小批量试用，目前已来到打开市场格局的前夕。
- 公司于 1 月 17 日发布公告，出资 3500 万元设立全资子公司南京全信轨道交通装备科技有限公司（“全信轨道交通”），从而开拓轨道交通高端线缆市场，培育新的业务增长点。
- 公司的轨道交通线缆产品技术来自多年配套军用低频信号传输线缆的经验，未来将主要应用于城际高铁及城市轨道交通车用电缆。目前公司已取得中国质量认证中心颁发的地铁城轨 3C 与 ISO 认证，高铁 CRCC 认证正在申请中，轨道交通车用电缆产品供应资格即将齐全。

现金流状况良好，持续外延并购可期

- 近年来，公司凭借持续稳健增长和良好的现金流管控能力，实现连年现金净流入，在手货币资金大幅增长。目前公司账上现金超过 2 亿元，为持续的业务发展和外延并购打下基础。

图表 37：公司在手现金充裕，现金流良好

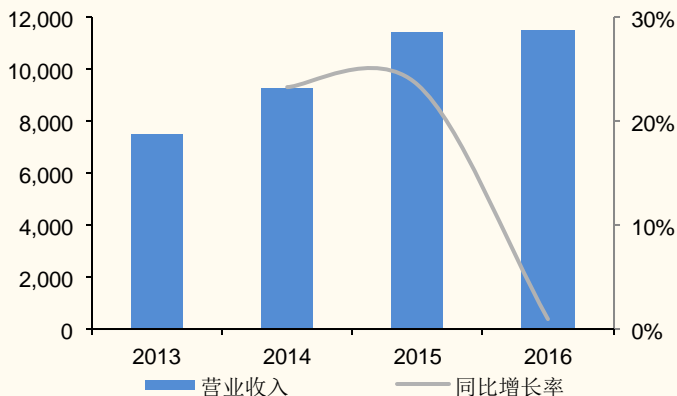


来源：公司公告，国金证券研究所

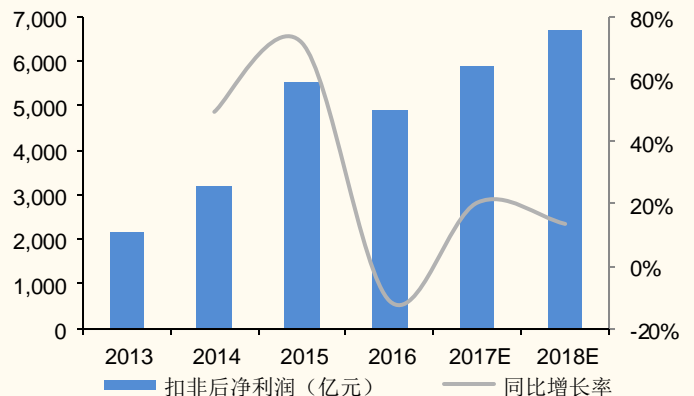
收购常康环保，布局岛礁防卫

- 2016 年 10 月，公司公告拟以现金加非公开发行股份方式购买常州康耐特环保科技股份有限公司（常康环保）100% 股权，并配套募集资金。2017 年 5 月 5 日，该项目已成功通过中国证监会审核，预计近期将取得实质性推进。
 - 标的资产交易价格为 7.26 亿元，交易总价的 64% 将采用发行股份方式支付，发行价格为 35.88 元/股，配套募资总额不超过 2.71 亿元募集资金将用于支付交易相关费用及交易的现金对价。
 - 常康环保一直从事海水淡化装置、衍生品及相关设备的研发制造和销售，产品涉及海军舰船、航母、潜艇的海水淡化设备（包括水处理设备、热风炉及计量泵等），主要为海军远洋训练、作战提供人员及设备用淡水，在细分领域中占有相当高的市场份额。
 - 根据收购协议，常康环保 2016-2018 年承诺扣非后净利润分别不低于 4800、5900、6700 万元，三年累计盈利不低于 1.74 亿元。

图表 38：常康环保营业收入情况（单位：万元）



图表 39：常康环保扣非后净利润情况（单位：万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- 常康环保的主要产品为反渗透海水淡化装置。其原理为海水通过多介质过滤器及保安过滤器进行初步过滤后，经过多级反渗透膜系统的处理形成淡水，供用户使用。

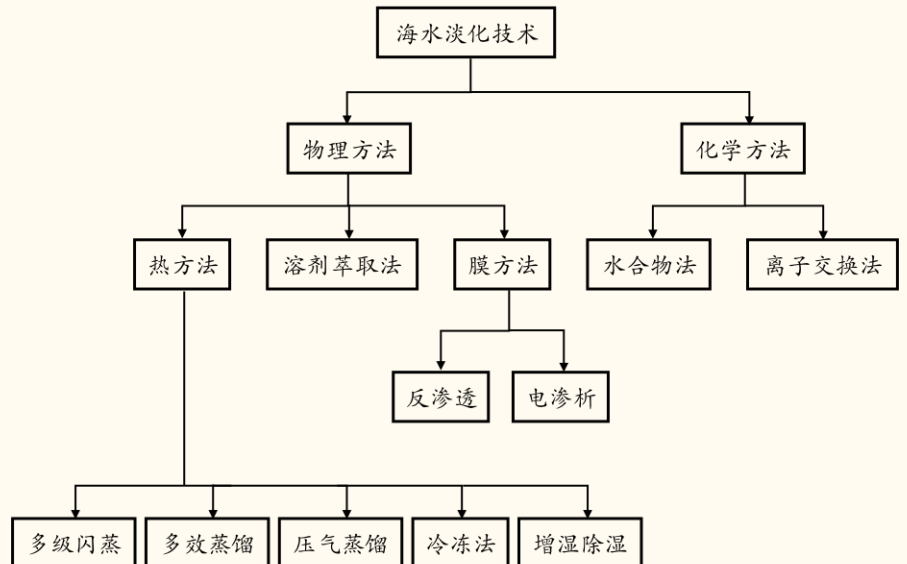
图表 40：反渗透海水淡化装置



来源：公司公告，国金证券研究所

- 常康环保采用的反渗透法海水淡化技术具有能耗低、占地小、使用灵活的特点，在我国海岛海水淡化应用中占据绝大多数。
 - 海水淡化技术大致可分为物理方法和化学方法两类。物理方法中又分为以热能为驱动力的热方法，利用膜进行盐分离的膜方法，和利用萃取剂的溶剂萃取法。

图表 41：海水淡化技术分类



来源：《海水淡化技术应用研究及发展现状》，国金证券研究所

- 海水淡化技术各有特点：蒸馏法的原水预处理简单，所产淡水质量更高，但是能耗也相对更大；反渗透和电渗析法对原水预处理要求高，产水质量相对较低，但是反渗透法能耗显著较小。低温多效蒸馏技术多采取利用发电站、炼钢厂余热的方式来降低能耗，相比起来反渗透法能耗更低、使用更加灵活，因此应用更为广泛。

图表 42：海水淡化技术性能及能耗对比

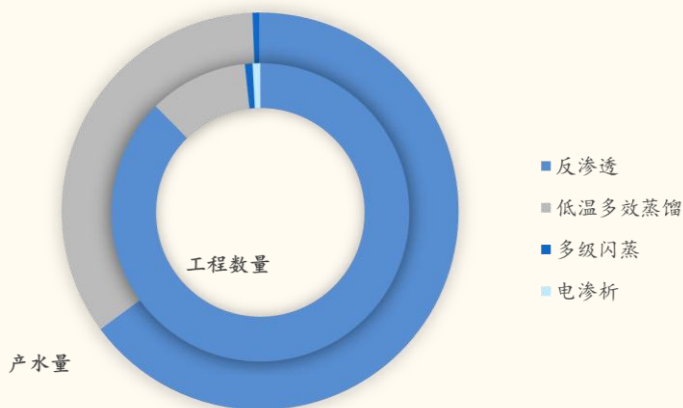
海水淡化技术	预处理要求	产品水 TDS ^注 (mg/L)	能源消耗方式	总能耗 (kWh/m ³)
多级闪蒸	低	<20	热能、电能	12.7~15.0
低温多效蒸馏	低	<20	热能、电能	5.7~7.8
反渗透	高	<500	电能	2.5~4.0
电渗析	高	<500	电能	16~20

注：TDS 即总溶解固体，用于表征水中盐分和矿物质的含量，值越小，质量越好

来源：《海水淡化技术应用研究及发展现状》，国金证券研究所

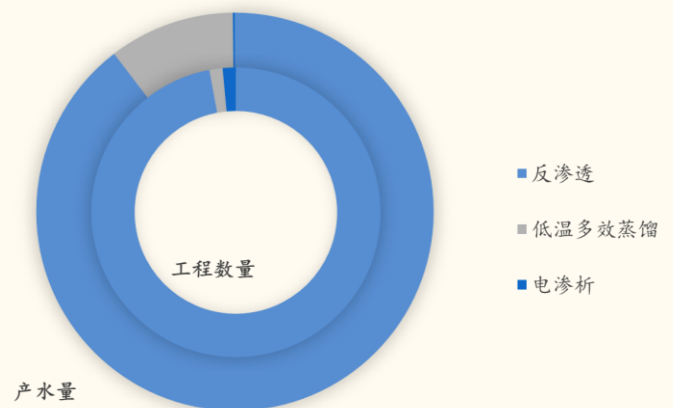
- 在实际应用中，主要采用反渗透、低温多效蒸馏和多级闪蒸海水淡化技术，其中，我国已掌握前两项技术。根据国家海洋局《全国海水利用“十三五”规划》和《2015 年全国海水利用报告》，截止 2015 年末，全国已建成海水淡化工程 121 个，规模达 101 万吨/日，其中海岛海水淡化 11 万吨/日，海岛海水淡化以反渗透法占绝大多数。

图表 43：2015 年海水淡化工程技术应用情况分布图



来源：国家海洋局，国金证券研究所

图表 44：2015 年海岛海水淡化工程技术应用情况分布图



来源：国家海洋局，国金证券研究所

- 根据《2015 年全国海水利用报告》，“十二五”期间，我国新建海岛海水淡化工程 20 个，均采用反渗透或低温多效蒸馏技术，其中反渗透海水淡化工程 19 个。

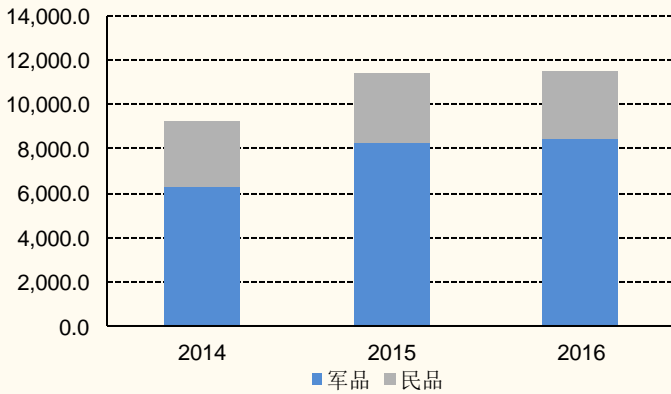
图表 45：近年部分已建成海水淡化项目

项目名称	工艺	承建单位	时间
青岛董家口经济区海水淡化工程	反渗透	碧水源	2016
三沙永兴岛海水淡化装置	反渗透	北控水务	2015
台州第二发电厂海水淡化工程	反渗透	杭州水处理技术研发中心	2015
国华舟山电厂海水淡化工程	低温多效蒸馏	国华电力	2015
宝钢湛江钢铁基地海水淡化工程	低温多效蒸馏	上海电气、中冶海水淡化	2015
浙江三门核电海水淡化工程	反渗透	青岛双瑞、韩国斗山	2015
舟山嵊泗枸杞乡海水淡化工程 II 期	反渗透	杭州水处理技术研发中心	2014
舟山六横岛海水淡化工程 II 期	反渗透	杭州水处理技术研发中心	2014

来源：《海水淡化产业发展现状》，国家海洋局，国金证券研究所

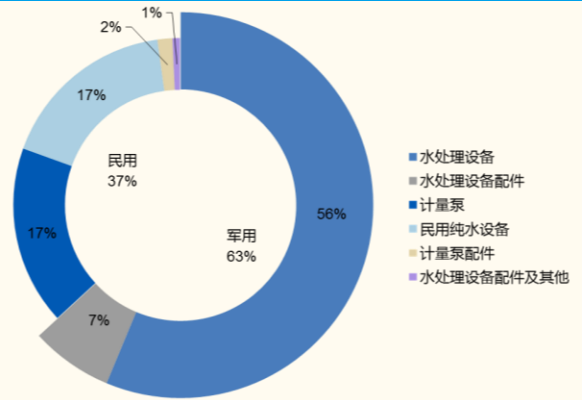
- 常康环保的反渗透海水淡化装置是典型的军民两用技术成果，对公司军民融合事业的开展有着重要的应用意义。目前，常康环保的全部收入中，超过 60% 为军品，其余为民品；其中军品主要为水处理设备及配件，民用产品涉及计量泵及配件、民用纯水设备、水处理设备配件等。

图表 46：常康环保营业收入构成（单位：万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 47：常康环保营业收入占比情况（2016 年）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 常康环保定位“舰船用整体水处理方案的提供者”，在海军舰船市场具有优势地位，未来将在继续保证海军舰船市场份额的同时，将军工领域优势向外辐射，有望将业务拓展至陆军单兵设备、海军岛礁建设及岛礁防卫。
- 目前我国包含在建舰艇在内，各型舰艇数量近 500 艘，根据美军海上系统司令部规定，在设计和建造新船时，应保证每人每天 200 升的淡水使用量，舰船用海水淡化装置的使用寿命在 3 至 5 年，假设每四年更换一次，我们预计每年将新增舰艇用海水淡化规模近 8000 吨/日，市场规模 2-4 亿元。
- 我国拥有面积在 500 平方米以上岛屿 6536 个，其中有常住人口的岛屿 400 余个，由于一些历史原因，我国对部分岛屿缺乏管理，部分岛屿与外国存在争议，完善岛屿建设，对捍卫国家的领土主权、航道安全和开发海洋资源具有重要意义。

图表 48：中国南海岛屿控制现状



来源：搜狐军事，国金证券研究所

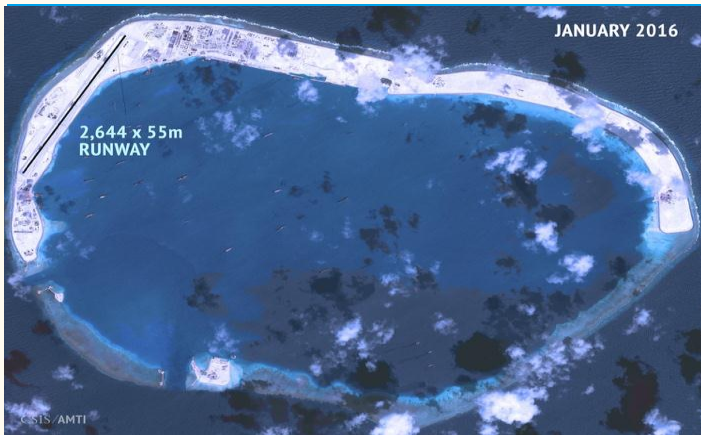
- 2013 年以来，我国加强了南沙群岛的岛屿建设，开展吹沙造岛工程，目前，永暑岛、美济礁等岛屿已初具规模，部分岛屿还修建了机场。随着常驻人员的增多，在岛屿建设中，淡水等生存必需品的供给尤为重要。

图表 49: 永暑岛卫星图



来源: 网易军事, 国金证券研究所

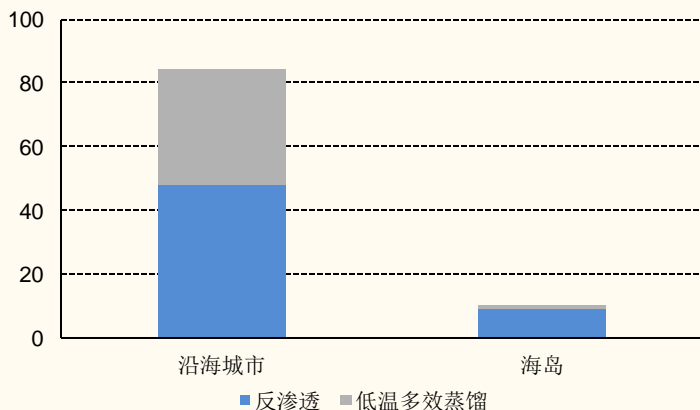
图表 50: 美济礁卫星图



来源: 凤凰网, 国金证券研究所

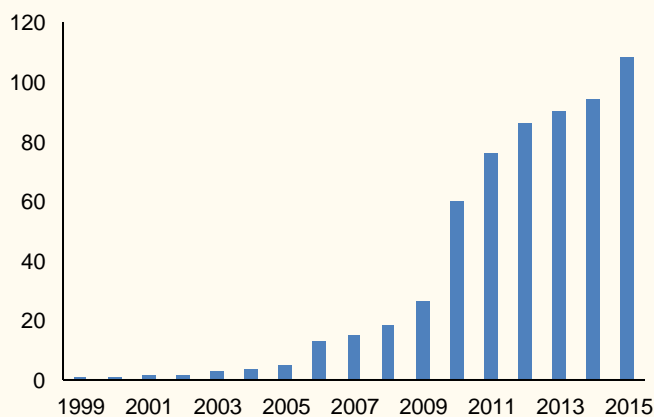
- 在海军舰艇海水淡化和岛礁防卫布局之外, 常康环保还积极拓展民用市场。2013 年开始, 常康环保为当地的光伏企业制造纯水设备, 用于太阳能电池片的清洗工作, 并向电子企业提供超纯水系统解决方案, 公司将继续推进超纯水设备、自动控制、超纯水/热纯水运输的开发研究与完善。2015 年起, 常康环保将海水淡化装置的客户群体拓展至海关缉私部门、渔政部门、海警部门等。
- 根据《全国海水利用“十三五”规划》, 到 2020 年, 全国海水淡化工程规模将达到 220 万吨/日以上, 其中, 新增沿海城市海水淡化规模 105 万吨/日以上, 新增海岛海水淡化规模 14 万吨/日以上, 预计在沿海缺水城市、海岛、产业园区和西部苦咸水地区推广海水规模化应用规模空间在 50 亿级别, 民用海水淡化装置前景广阔。

图表 51: “十三五”海水淡化工程投资规模 (亿元)



来源: 《全国海水利用“十三五”规划》, 国金证券研究所测算

图表 52: 中国海水淡化装置规模 (万吨/日)



来源: 《海水淡化产业发展现状》, 国金证券研究所

- 常康环保在保障军用反渗透海水淡化装置的项目推进和交付的同时, 投入科研资金, 开发了“一体化两级反渗透纯水装置”和“反渗透海水淡化水质调节装置”两个新产品, 并已成功在新建舰船上得到应用, 并将逐步在老舰船上升级改造。
- “一体化两级反渗透纯水装置”在原有反渗透海水淡化装置的基础上增加了二级反渗透装置处理, 使最终出水水质更加纯净, 饮用口感更好, 同时, 该设备适用于高盐度海水水质 (45000-55000ppm), 适用于全世界海域海水, 符合我海军舰船走向深蓝的目标。
- “反渗透海水淡化水质调节装置”在原有反渗透海水淡化装置的基础上对海水淡化后的出水进行了水质的调节, 如 PH 值调节, 水质硬度调节。该项改进可以解决原有装置出水对运输淡水管道的侵蚀问题, 并能为官兵提供健康的生活饮用水。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 我们预计公司 2017-2019 年销售总收入将达到 5.68/7.79/11.35 亿元，同比增速 35.7%/37.2%/45.7%，综合毛利率 51.24%/51.19%/53.22%。
- 考虑到“十三五”期间，各式武器装备都面临升级和放量，公司作为全领域低频信号线缆配套商将有望获得直接受益。我们预计 2017-2019 年，公司原有线缆业务能够实现每年同比 30%的持续增长，同时民用线缆业务的发展将使毛利率有所降低。线缆组件及分系统受益于近两年军民融合政策下军工任务对民企的放开，有望实现 50%/40%/30%的同比增长。
- 目前上海赛治的光纤总线产品和全信光电公司的光电系统集成及软件开发业务已取得部分军工客户的配套订单，预计这两项业务将在 2017-2019 年迎来高速增长，释放可观业绩。同时，考虑公司的光纤总线产品在行业内的技术领先地位，以及系统集成和软件开发本身所处行业毛利情况，我们预计这两项业务未来三年可维持 75%-80%的毛利率水平。
- 我们将常康环保盈利预测（税前）计入投资收益，并假设 2017 年 7 月前完成并表。考虑到常康淡水处理系统在海军舰艇市场的优势地位，以及未来岛礁防卫的广阔应用空间，我们预计其完成业绩承诺确定性较强。

图表 53：分项目盈利预测

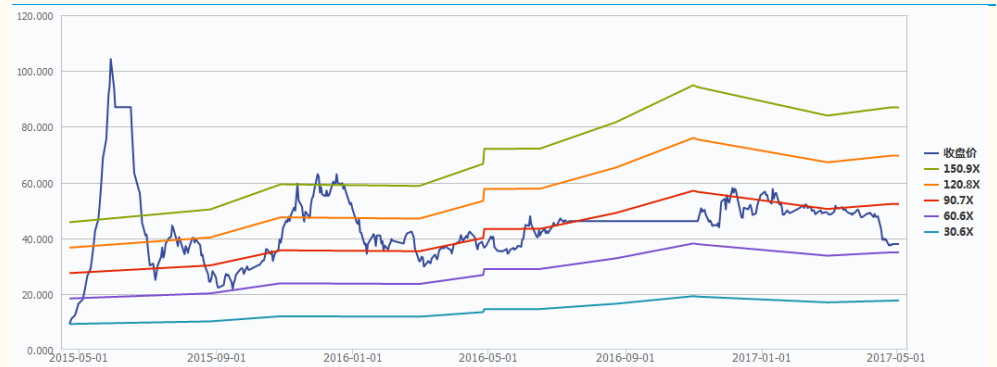
项 目	2016	2017E	2018E	2019E
线缆				
销售收入（百万元）	217.68	282.98	367.88	478.24
增长率（YOY）	44.82%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	59.21%	58.00%	55.00%	53.00%
占总销售额比重	52.02%	49.82%	47.21%	42.12%
占主营业务利润比重	60.20%	56.39%	50.73%	41.94%
组件及分系统				
销售收入（百万元）	196.10	254.93	331.41	430.83
增长率（YOY）	100.65%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率	42.71%	42.00%	42.00%	42.00%
占总销售额比重	46.86%	44.88%	42.53%	37.94%
占主营业务利润比重	39.12%	36.79%	34.90%	29.94%
FC光纤总线及系统（上海赛治）				
销售收入（百万元）	0.00	10.67	32.00	96.00
增长率（YOY）	-	-	200.00%	200.00%
毛利率	0.00%	75.00%	78.00%	80.00%
占总销售额比重	0.00%	1.88%	4.11%	8.46%
占主营业务利润比重	0.00%	2.75%	6.26%	12.71%
光电测试检测系统（光电公司）				
销售收入（百万元）	0.00	13.33	40.00	120.00
增长率（YOY）	-	-	200.00%	200.00%
毛利率	0.00%	75.00%	75.00%	75.00%
占总销售额比重	0.00%	2.35%	5.13%	10.57%
占主营业务利润比重	0.00%	3.44%	7.52%	14.89%
其他业务				
销售收入（百万元）	4.71	6.12	7.96	10.35
增长率（YOY）	46.27%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	30.63%	30.00%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	1.13%	1.08%	1.02%	0.91%
占主营业务利润比重	0.67%	0.63%	0.60%	0.51%
销售总收入（百万元）	418.49	568.04	779.25	1135.42
销售总成本（百万元）	204.40	277.00	380.37	531.10
毛利（百万元）	214.09	291.04	398.87	604.32
平均毛利率	51.16%	51.24%	51.19%	53.22%

来源：国金证券研究所

估值与投资建议

- 我们认为，全信股份是民参军优质企业。作为全系列军工低频线缆配套龙头，公司将受益于“十三五”期间的武器装备升级放量，获得强劲的内生增长。同时，公司通过提供 FC 光纤、热控等系统级产品及服务，在有效提升产品附加值及整体盈利能力的同时，形成了覆盖“光、电、热”多个领域的大传输布局，相关多元化发展渐显成效。此外，公司通过收购常康环保，布局舰艇及岛礁海水淡化，在进一步拓展业务范围的同时，实现盈利水平的明显提升。
- 我们预计公司 2017-2019 年有望实现营收 5.68/7.79/11.35 亿元，同比增速 35.7%/37.2%/45.7%；归母净利润 1.51/2.34/3.01 亿元，同比增速 65.58%/55.51%/28.59%；摊薄 EPS0.85/1.33/1.71 元。公司当前股价对应摊薄后 48X17PE、31X18PE 和 24X19PE，估值接近历史低位。我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 50 元。

图表 54：全信股份 PE Band



来源：WIND，国金证券研究所

风险

- 军用低频线缆市场竞争加剧；
- 下游军品列装放量进程低于预期；
- 民品市场拓展进程低于预期；
- 公司存货周转率较低。

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	205	251	418	568	779	1,135	货币资金	42	220	226	637	703	782
增长率		22.5%	66.6%	35.7%	37.2%	45.7%	应收账款	122	122	245	253	343	500
主营业务成本	-87	-103	-204	-277	-380	-531	存货	83	176	213	266	365	509
%销售收入	42.2%	41.0%	48.8%	48.8%	48.8%	46.8%	其他流动资产	2	20	12	15	19	25
毛利	119	148	214	291	399	604	流动资产	249	538	696	1,170	1,430	1,817
%销售收入	57.8%	59.0%	51.2%	51.2%	51.2%	53.2%	%总资产	74.5%	79.2%	71.7%	78.3%	79.3%	80.6%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-5	-6	-9	长期投资	5	4	2	2	2	2
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	56	62	97	111	109	107
营业费用	-19	-23	-30	-40	-55	-78	%总资产	16.8%	9.1%	10.0%	7.4%	6.0%	4.7%
%销售收入	9.1%	9.3%	7.1%	7.1%	7.0%	6.9%	无形资产	22	58	54	56	63	70
管理费用	-43	-53	-78	-106	-144	-207	非流动资产	85	141	275	324	374	437
%销售收入	20.8%	21.2%	18.7%	18.6%	18.5%	18.2%	%总资产	25.5%	20.8%	28.3%	21.7%	20.7%	19.4%
息税前利润 (EBIT)	55	69	103	141	194	310	资产总计	334	680	970	1,494	1,804	2,254
%销售收入	26.8%	27.6%	24.6%	24.8%	24.9%	27.3%	短期借款	0	0	102	0	0	0
财务费用	0	1	0	6	14	15	应付款项	43	92	185	216	297	417
%销售收入	-0.1%	-0.4%	-0.1%	-1.0%	-1.8%	-1.4%	其他流动负债	11	22	25	33	46	65
资产减值损失	-2	-1	-8	-10	-3	-6	流动负债	53	113	312	250	343	482
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	35	79	87	其他长期负债	5	6	7	0	0	0
%税前利润	1.2%	0.5%	0.2%	18.0%	25.2%	19.3%	负债	59	119	319	250	343	482
营业利润	54	70	95	171	284	407	普通股股东权益	275	557	640	1,220	1,405	1,636
营业利润率	26.5%	27.7%	22.7%	30.1%	36.4%	35.8%	少数股东权益	0	3	11	24	56	136
营业外收支	3	14	16	22	30	44	负债股东权益合计	334	680	970	1,494	1,804	2,254
税前利润	57	83	111	193	314	451	比率分析						
利润率	27.8%	33.2%	26.6%	34.1%	40.3%	39.7%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-8	-12	-17	-30	-48	-69	每股指标						
所得税率	13.8%	13.9%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	每股收益	0.811	0.886	0.557	0.854	1.329	1.709
净利润	49	72	94	164	266	382	每股净资产	4.534	6.882	3.924	6.927	7.976	9.285
少数股东损益	0	0	3	13	32	81	每股经营现金净流	0.655	0.456	0.153	0.581	0.414	0.574
归属于母公司的净利润	49	72	91	151	234	301	每股股利	0.000	0.150	0.000	0.200	0.280	0.400
净利率	24.0%	28.6%	21.7%	26.5%	30.0%	26.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.88%	12.87%	14.19%	12.33%	16.66%	18.40%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	14.74%	10.56%	9.37%	10.07%	12.98%	13.36%
净利润	49	72	94	164	266	382	投入资本收益率	17.23%	10.67%	11.55%	9.57%	11.23%	14.82%
非现金支出	8	8	22	25	21	25	增长率						
非经营收益	-1	0	-2	-53	-110	-131	主营业务收入增长率	9.97%	22.46%	66.55%	35.74%	37.18%	45.71%
营运资金变动	-17	-43	-90	-34	-104	-174	EBIT增长率	9.35%	26.18%	48.02%	36.98%	37.75%	59.97%
经营活动现金净流	40	37	25	102	73	101	净利润增长率	17.08%	45.72%	26.66%	65.58%	55.51%	28.59%
资本开支	-12	-54	-152	-43	-37	-38	总资产增长率	8.24%	103.37%	42.76%	53.99%	20.71%	24.95%
投资	0	-20	12	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	4	35	79	87	应收账款周转天数	111.0	90.2	95.9	92.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-12	-74	-135	-8	42	49	存货周转天数	317.2	459.2	346.8	350.0	350.0	350.0
股权募资	0	223	30	465	0	0	应付账款周转天数	71.6	117.4	124.9	124.9	124.9	124.9
债权募资	-20	0	102	-109	0	0	固定资产周转天数	98.2	81.3	83.2	69.0	48.0	30.9
其他	-27	-10	-17	-39	-49	-70	偿债能力						
筹资活动现金净流	-47	213	115	317	-49	-70	净负债/股东权益	-15.26%	-39.28%	-18.97%	-51.19%	-48.09%	-44.16%
现金净流量	-19	176	5	411	66	80	EBIT利息保障倍数	-220.8	-75.6	-245.1	-25.3	-14.0	-20.2
							资产负债率	17.59%	17.56%	32.88%	16.73%	19.02%	21.39%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	6
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	1.00

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

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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