

航天连接器领导者，光电协同促发展

——航天电器（002025）深度报告

2017年08月09日

强烈推荐/首次

航天电器

深度报告

报告摘要：

公司主营高端继电器、连接器、微特电机和光通信器件，是航天科工十院下属唯一上市公司平台，未来资本运作空间较大。

- ◆ **航天连接器领导者，军民协同稳健发展。** 公司占据航天连接器市场份额70%以上，多次承担国家载人航天工程、探月工程等重点任务，在民用领域已连续两年获得“华为核心合作伙伴银奖”，综合实力突出。2016年实现连接器收入14.4亿元，占比60%以上，2011-2016年cagr高达23.6%，未来3-5年连接器业务仍有望保持20%左右的年复合增长水平，进一步夯实龙头地位。
- ◆ **微特电机有望成为新的业务支柱。** 微特电机是一个不断扩展的市场，随着自动化、智能化以及现代化水平的不断提升，其需求量也将持续增长。公司的微特电机产品覆盖航天所有型号，承担了各类导弹、火箭、卫星、飞船、飞机、等重点型号配套产品的研制任务，2016年实现收入5.2亿元，5年cagr达22.0%。未来立足军用高品质拓展民用市场，有望快速打开局面，成为新的业绩支柱。
- ◆ **光通信+继电器：攻守结合，护航成长。** 收购江苏奥雷布局光器件，有望畅享光通信高景气红利的同时打造光电协同发展，据业绩承诺未来2年cagr将高达41%。继电器业务则有望坚持传统优势，以平稳发展为主。

公司盈利预测。 我们预计公司2017-2019年净利润分别为3.70亿元/4.20亿元/4.69亿元，EPS分别为0.78元/0.88元/0.98元，对应PE分别为27X/24X/21X。综合公司在航天航空等军品领域的领先优势，我们认为给予公司2017年35倍估值较为合理，首次覆盖并给予公司“强烈推荐”投资评级，六个月目标价27.3元。

风险提示： 业务竞争格局发生极大变化、军品订单不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,873.43	2,256.40	2,688.8	3,167.75	3,710.41
增长率(%)	16.77%	20.44%	19.17%	17.81%	17.13%
净利润(百万元)	257.50	291.81	369.60	420.03	469.00
增长率(%)	21.63%	13.33%	26.65%	13.64%	11.66%
净资产收益率(%)	11.89%	12.11%	10.32%	10.82%	11.11%
每股收益(元)	0.54	0.61	0.78	0.88	0.98
PE	38.81	34.36	27.01	23.86	21.49
PB	4.58	4.17	2.79	2.58	2.39

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师：

郑闵钢

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

S1480510120012

联系人：

联系人：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

联系人：李永乐

010-66554047

liyil@dxzq.net.cn

联系人：张高艳

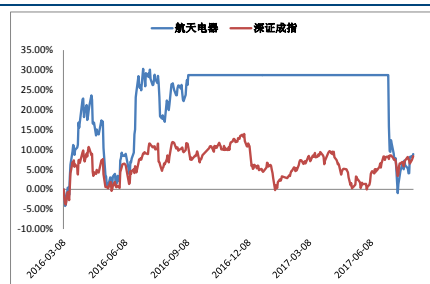
021-25102859

zhanggy-yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	19.05 -25.37
总市值(亿元)	90.52
流通市值(亿元)	90.50
总股本/流通股(非限售)	428.90/429.00
(百万股)	
流通B股/H股(万股)	

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、《航天电器（002025）：军品主业稳步增长 资本运作拓展光通信业务》2016-08-26

目录

1. 国内航天连接器龙头企业	4
1.1 公司简介	4
1.2 控股股东为航天科工十院	4
1.3 业绩持续稳步提升，营运质量向好	5
2. 连接器：军工连接器龙头，持续稳增长可期	7
2.1 全球连接器市场持续扩张，中国市场高速增长	7
2.2 军工连接器龙头，军民协同稳健发展	10
3. 微特电机：综合实力突出，有望成为新的业务支柱	11
3.1 我国是全球最大的微特电机市场，仍存较大潜力	11
3.2 立足高端军用优势突出，未来高速增长可期	13
4. 光通信+继电器：攻守结合，护航成长	15
4.1 收购江苏奥雷布局光通信，协同互补贡献新增长点	15
4.2 守住高端继电器的传统优势，平稳发展	16
5. 盈利预测及估值	17
6. 风险提示	17

表格目录

表 1：A 股同行业公司估值	17
表 2：公司盈利预测表	18

插图目录

图 1：公司部分主营产品示意图	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：2011-2016 公司营业收入及增速情况	5
图 4：2011-2016 公司归母净利及增速情况	5
图 5：2011-2016 公司综合毛利率及净利率	6
图 6：2011-2016 公司三项费用率	6
图 7：2011-2016 公司各项业务收入	7
图 8：公司主营业务收入构成	7
图 9：全球连接器市场持续扩张	7
图 10：全球主要国家/地区连接器市场规模（亿美元）	7
图 11：2016-2020 全球连接器市场规模预测	8
图 12：2016-2020 中国连接器市场规模预测	8
图 11：2014 年全球连接器下游应用领域分布	8
图 14：2015 年全球连接器市场份额分布	9
图 15：我国连接器市场集中度持续提升	9

图 16: 中国国防预算与美国国防支出对比	10
图 17: 2010-2020E 我国军用连接器市场规模	10
图 18: 2011-2016 航天电器连接器收入情况	11
图 19: 2011-2016 航天电器连接器盈利表现	11
图 20: 全球微特电机应用领域分布	12
图 21: 2011-2016 中国微特电机行业产量	13
图 22: 2011-2016 中国微特电机行业产值	13
图 23: 2015 年全球微特电机市场竞争格局	13
图 24: 2011-2016 航天电器电机收入情况	14
图 25: 2011-2016 航天电器电机盈利表现	14
图 23: 全球光器件主要供应商的季度销售额表现	15
图 27: 2011-2016 航天电器继电器收入情况	16
图 28: 2011-2016 航天电器继电器盈利表现	16

1. 国内航天连接器龙头企业

1.1 公司简介

贵州航天电器股份有限公司是中国航天科工集团旗下的上市公司，成立于 2001 年，前身是国营朝晖电器厂和国营朝阳电器厂，于 2004 年 7 月公开发行股票并上市。

公司主营高端继电器、连接器、微特电机和组件线缆的研制生产和技术服务，是我国电子元器件行业高端领域、高端产品研制生产的主要企业之一，军品基本覆盖全部军工装备领域，民品以通讯、轨道交通、家电、石油市场配套为主。

公司 70%以上的产品销售给航天、航空、电子及舰船等领域的高端客户，承担了我国载人航天飞行试验和探月工程的配套产品研制任务，掌握大量核心关键技术，截至 2016 年底累计获得专利授权 679 项，其中发明专利 200 项（含国防专利）。

图 1：公司部分主营产品示意图



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 控股股东为航天科工十院

公司的控股股东为贵州航天工业责任有限公司（即航天科工十院），直接持有公司约 41.65%的股权，通过贵州梅岭电源和贵州航天电子科技间接持有公司 7.71%股权，合计持有公司股权比例为 49.36%。公司实际控制人为航天科工集团。

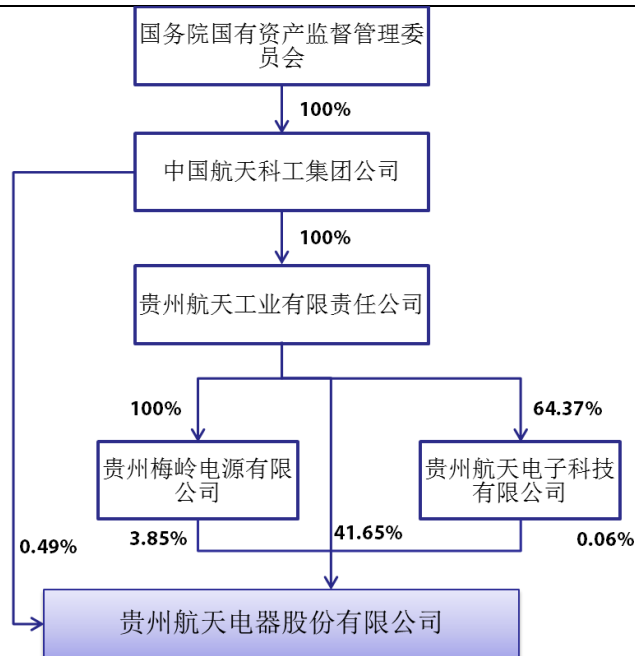
控股股东实力雄厚。航天科工十院前身为 O61 基地，是我国地空导弹武器系统科研生产基地，拥有地空导弹武器系统总体、指挥控制、导弹总体、制导控制、发射控制等核心专业，在电源、微特电机、伺服机构、惯性器件、继电器、电连接器、特种方

舱等产品的研制生产领域具有较强的优势和协作配套能力。目前, 十院辖有 18 个企业 (含 1 个上市公司航天电器)、7 个事业单位, 资产总额约 172 亿元。

立足专业优势领域, 坚持军民融合大发展。十院充分发挥专业技术优势, 多次承担举世瞩目的“神舟”飞天、舱外“行走”、太空之“吻”、“嫦娥”奔月、蟾宫“漫步”等航天配套任务。同时, 充分发挥航天军工技术优势, 做强做优民用产业, 形成了装备制造、电子信息产业、现代服务业三大板块。目前, 民用产业收入占十院总收入的 61%。

控股股东下属唯一上市公司平台, 资本运作空间较大。据公开报道, 2015 年航天科工集团的资产证券化率仅 15%左右, 公司作为十院旗下唯一上市公司, 有望成为提升控股股东资产证券化率的上市运作平台, 优质的体外资产注入可期。此外, 公司董事长张兆勇同时担任十院院长、党委副书记, 改革阻力相对较小。

图 2: 公司股权结构



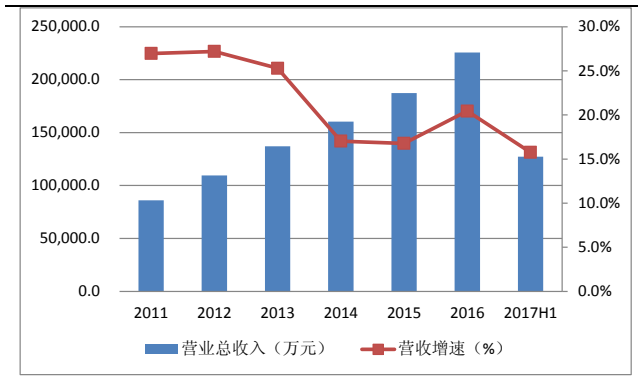
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

1.3 业绩持续稳步提升, 营运质量向好

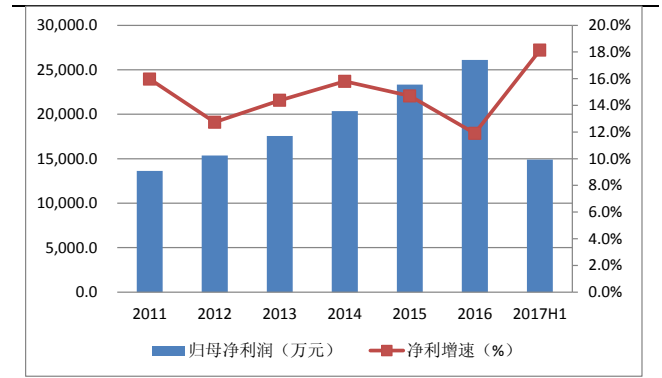
业务持续快速发展, 营收净利稳步提升。2016 年, 公司实现总营业收入 22.56 亿元, 相较于 2006 年仅 3.23 亿元的收入规模, 过去十年的收入复合增速高达 21.5%; 2016 年, 公司实现归母净利润 2.61 亿元, 过去十年复合增速为 8.5%。2017 年中报业绩预告显示, 公司营收、归母净利润同比增速分别为 15.8%、18.1%, 依然双双维持稳步向上的发展态势。

图 3: 2011-2016 公司营业收入及增速情况

图 4: 2011-2016 公司归母净利润及增速情况



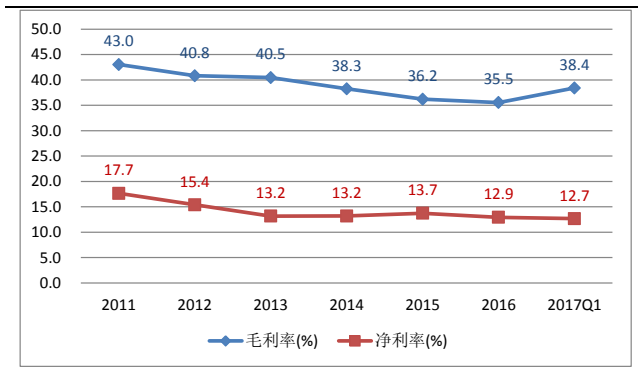
资料来源：Wind, 东兴证券研究所



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

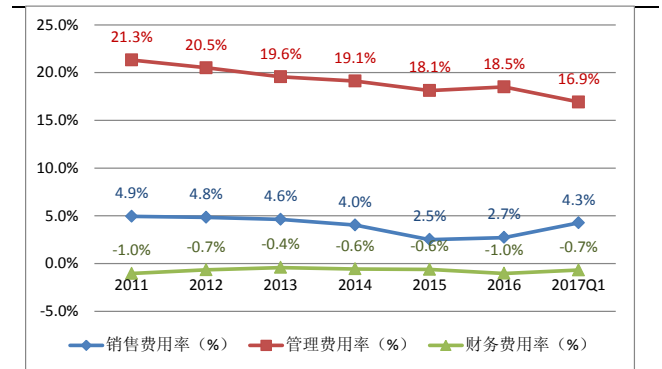
运营效率持续提升，盈利能力趋于稳定。从近五年公司的三项费用率数据来看：随着公司经营规模的持续增长，管理费用率反而持续下降，表明公司运营效率不断优化提升；销售费用率有下降趋势，财务费用始终为负，公司现金流充沛，整体运营质量较好。盈利能力方面，综合毛利率、净利率每年均有小幅下滑，与产品结构调整有关，目前已基本趋于稳定。

图 5：2011-2016 公司综合毛利率及净利率



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 6：2011-2016 公司三项费用率

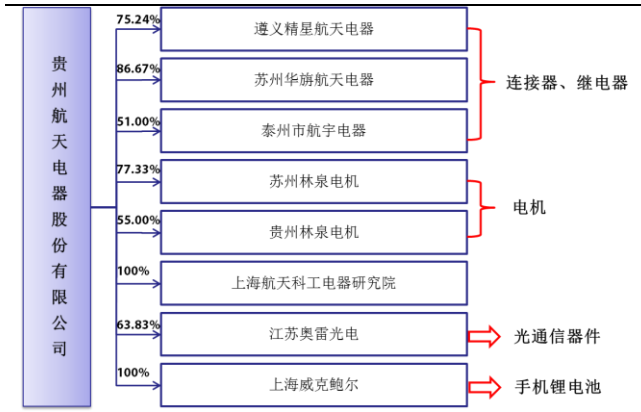


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

各板块业务均保持较快发展势头，子公司业务分工明确。公司原有业务主要包括连接器、微特电机和继电器，2016 年完成对江苏奥雷光电 63.83% 的股权收购，进一步拓展了光电模块业务，形成四大业务板块协同发展。

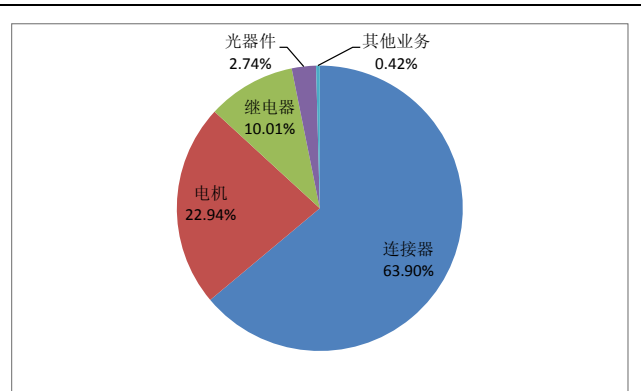
从收入结构来看：连接器是公司的传统优势业务，2016 年收入贡献占比达 63.9%，同比增 19.8%，近 5 年 CAGR 高达 23.6%；微特电机业务同样保持着快速发展势头，近 5 年 CAGR 高达 22.0%，2016 年收入贡献比 22.9%，同比增 23.1%；继电器业务相对平稳，近 5 年 CAGR 为 11.0%；新增的江苏奥雷光通信器件业务目前占比仍较低，2016 年业绩承诺目标顺利达成，未来增量可期。

图 7：2011-2016 公司各项业务收入



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 8：公司主营业务收入构成



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

2. 连接器：军工连接器龙头，持续稳增长可期

2.1 全球连接器市场持续扩张，中国市场高速增长

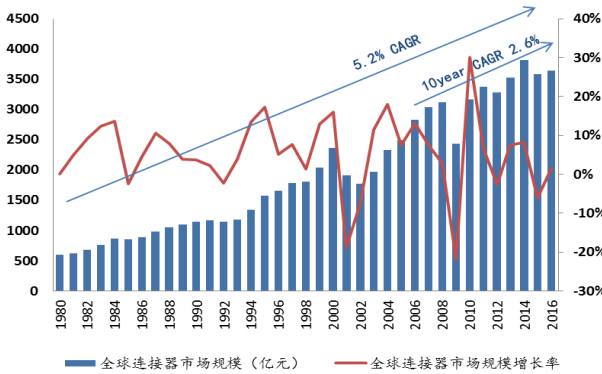
连接器是连接两个元器件，传输电信号和光信号的电子元器件，其作用是借助电/光信号和机械力量实现接通、断开或转换。连接器应用在所有电子产品中，从微型胶囊摄像机到大型国防设备都离不开连接器，广泛应用在汽车、通讯、航空航天、军事装备、计算机、工业、家用电器等许多领域。

全球连接器市场持续扩张。据 Bishop&Associates 数据显示，全球连接器市场从 1980 年的 594 亿元增长到 2016 年的 3643 亿元，复合增长率为 5.2%，近十年来增速有所放缓，复合增长率为 2.6%。虽然 2014 年之后连接器市场出现暂时性下滑，但随之而来的经济复苏与技术升级必将继续带动这一产业向前快速发展。

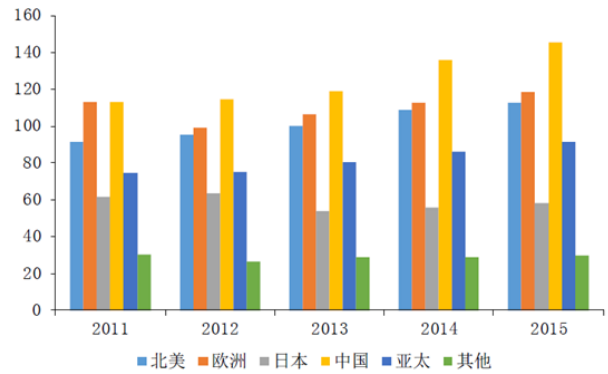
我国连接器市场增速远高于全球平均水平，已成为全球第一大连接器市场。全球连接器生产力近 20 年间不断向中国转移，2000-2010 年我国连接器市场的 10 年复合增长率高达 19.34%，同期欧洲、北美和日本增长率分别为 2.07%、-3.73%和 1.39%。2011 年中国连接器的市场是 112.96 亿美元，攀至全球第一，占全球市场的 23.4%，中国连接器行业 2009-2015 年复合增长率达 13.59%，远高于全球同期 8.05%的增速。

图 9：全球连接器市场持续扩张

图 10：全球主要国家/地区连接器市场规模（亿美元）



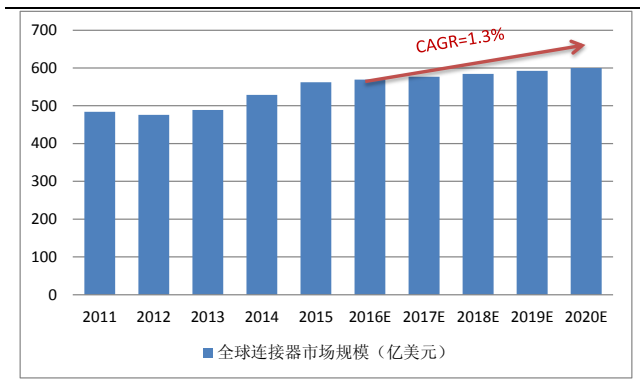
资料来源: Bishop& Associates, 东兴证券研究所



资料来源: Bishop& Associates, 东兴证券研究所

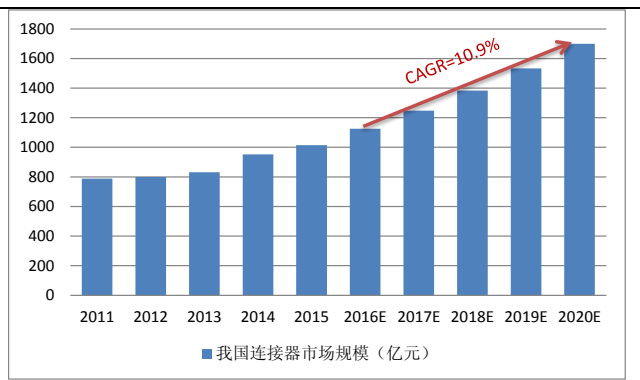
未来我国连接器市场规模仍将保持较高的增速水平。根据 BISHOP ASSOCIATES 的数据显示, 预计 2020 年全球连接器市场规模有望突破 600 亿美元, 国内连接器市场规模接近 1700 亿元, 对应 2015-2020 年全球连接器市场复合增长率仅为 1.3%, 而国内连接器市场规模复合增长率有望达 10.9%, 我国连接器市场仍将保持积极稳健的向上发展趋势。

图 11: 2016-2020 全球连接器市场规模预测



资料来源: Bishop& Associates, 东兴证券研究所

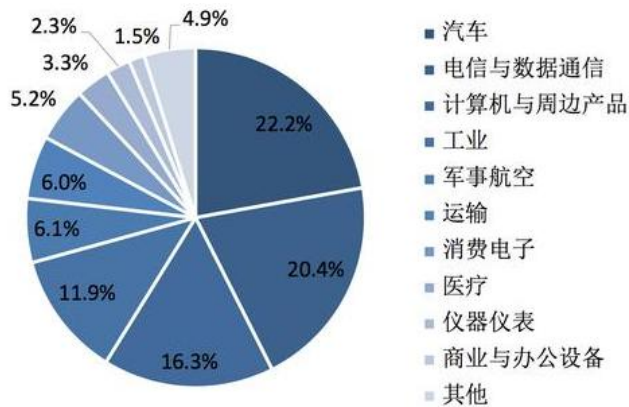
图 12: 2016-2020 中国连接器市场规模预测



资料来源: Bishop& Associates, 东兴证券研究所

从下游应用领域来看, 2014 年对连接器需求最大的应用领域主要有: 汽车 (22.2%)、电信与数据通信 (20.4%)、计算机与周边产品 (16.3%)、工业 (11.9%)、军事航空 (6.1%)、运输 (6.0%), 这六大领域占到连接器总市场需求的 80% 以上。

图 13: 2014 年全球连接器下游应用领域分布

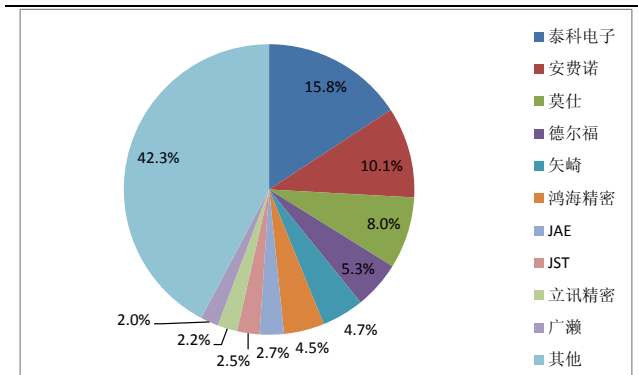


资料来源：Bishop& Associates, 东兴证券研究所

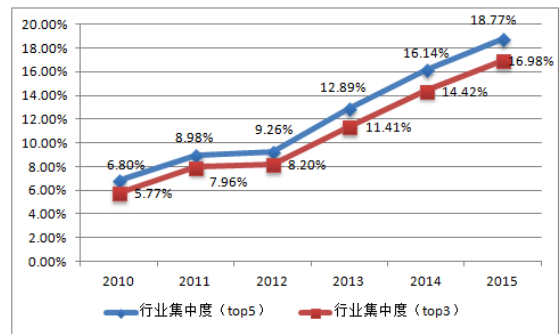
从行业竞争格局来看，全球连接器市场份额相对集中。由于下游应用领域随着科技进步不断推升对配套电子元器件的要求，具备较强研发实力的大型企业更容易获得连接器市场的竞争优势，2015 年全球前十大连接器厂商市场份额合计达 57.7%，市场份额相对集中。

图 14：2015 年全球连接器市场份额分布

图 15：我国连接器市场集中度持续提升



资料来源：公开资料，东兴证券研究所



资料来源：产业信息网，东兴证券研究所

在国内市场，因为不同类型连接器的差异性，不同领域的连接器市场被不同的龙头公司所占据。消费电子连接器市场被立讯精密、德润电子所主导占据，轨交连接器市场被永贵电器所主导占据，汽车连接器市场被德润电子、中航光电所主导占据，军工/航天航空连接器市场被中航光电与航天电器所占据。

国内连接器行业市场集中度持续快速提升，龙头企业迎来发展良机。随着全球连接器产能转移到国内，我国的连接器制造水平迅速提高，加上我国航天、航空、电子、舰船等军工领域对高端连接器需求和投入不断增加，中高端连接器国产替代化进程加速，为国内的行业龙头企业迅速做大做强提供了难得的发展机遇。

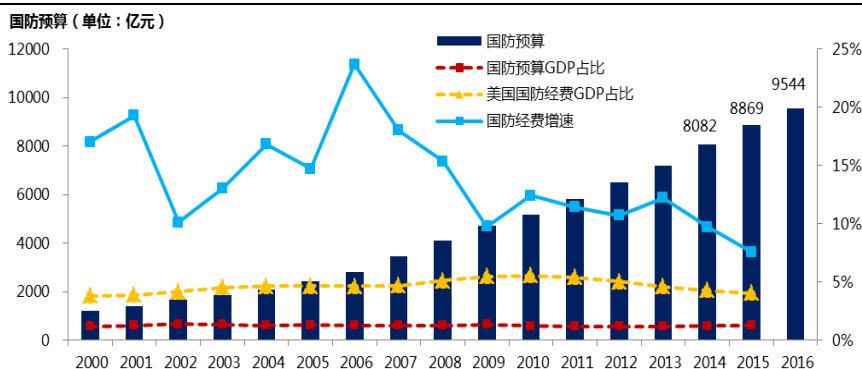
国内 Top5（立讯精密、中航光电、得润电子、航天电器、永贵电器）连接器企业的市场份额已经从 2010 年的 6.8% 提升至 2015 年的 18.8%，但仍然远低于全球前三巨头的 33.9%，未来仍有很大的提升空间。

2.2 军工连接器龙头，军民协同稳健发展

军工连接器龙头企业，占据航天领域 70%以上市场份额。公司作为航天科工集团下属企业，培育、成长于我国航天产业的发展进程中，积累了较强的连接器专业优势和协作配套能力，研制生产的主要品种包括高可靠圆形连接器、绞线式弹性毫微插针连接器、射频连接器、密封连接器、高速传输连接器、光纤连接器、印制电路连接器等，基本覆盖全部军工装备领域，70%以上的产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户。在航天连接器市场更是占据了 70%以上的市场份额，承担国家载人航天工程、探月工程等重点项目配套任务，并且近年来也积极提升在其他国防领域的市场占有率。

预计未来我军军费将保持高速增长，军费占 GDP 比例将逐渐提高。目前我军经费构成中，装备费 1/3 左右，未来经费结构将逐步向装备费倾斜。

图 16：中国国防预算与美国国防支出对比

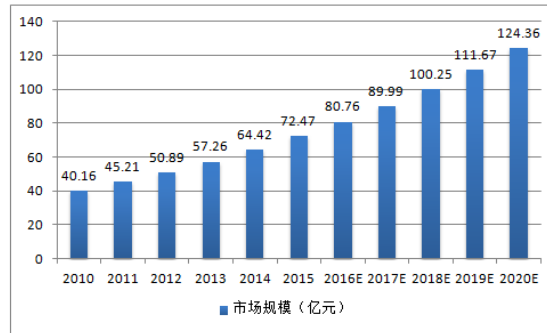


资料来源：CEIC, 东兴证券研究所

航天产业有望获得高于行业平均水平的发展速度。“十三五”期间国家将继续加大航天产业的扶持力度，火星探测、空间站建设、登月计划等有望次第展开，公开资料显示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，预计未来 5 年国家对于航天领域的投入将有望达到 20% 的复合增长。

“十三五”期间国内军用连接器市场规模总量有望超 500 亿元。目前我国正在加快军队现代化和信息化建设，新装备需求的快速增长将使得军用连接器的市场快速扩张。根据产业信息网数据显示，2015 年我国军用连接器市场规模达 72.5 亿元，五年复合增长率为 12.5%。预计“十三五”期间我国军用连接器市场规模总额将达 507 亿元，复合增长率仍将保持 11.4% 的快速发展势头。

图 17：2010-2020E 我国军用连接器市场规模

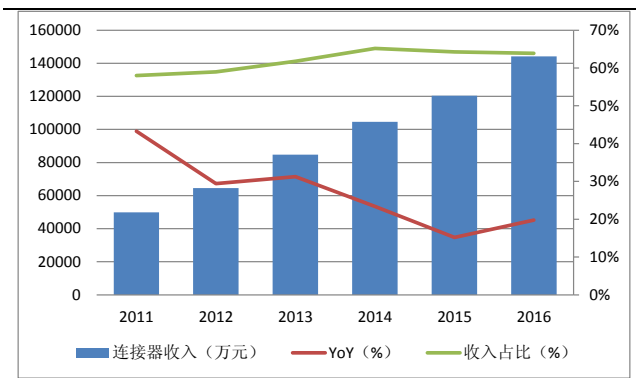


资料来源：产业信息网，东兴证券研究所

公司的连接器业务持续多年保持稳健增长态势，盈利能力趋于稳定。近年来公司的连接器业务收入占比均在 60% 以上，毛利贡献占比超过 70%。2016 年公司实现连接器营收 14.4 亿元，同比增 19.8%，对应 2011-2016 年公司连接器业务收入的年复合增长率高达 23.6%，业务成长性较好。毛利率水平稳中微降，近两年基本趋于稳定，维持在 38% 附近。

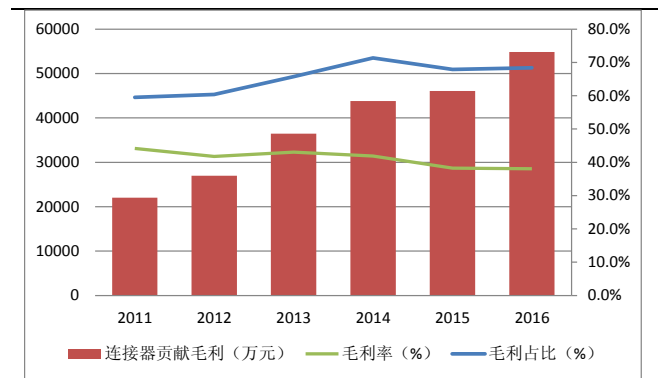
专注高端品质，民品协同发展。公司连接器产品专注于高端品质，在民用领域同样具备较强竞争实力，以通讯、轨道交通等主流应用市场为主，已连续两年获得“华为核心合作伙伴银奖”。从公司近年连接器毛利率水平持续下滑可以判断，连接器业务的产品结构在持续调整，民品占比不断提升。

图 18：2011-2016 航天电器连接器收入情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 19：2011-2016 航天电器连接器盈利表现



资料来源：wind，东兴证券研究所

我们认为，公司立足于自身绝对优势的航天连接器领域，同时发挥优势积极拓展航空、电子等其他国防领域收效良好，民品业务协同发展效应显著，未来 3-5 年连接器业务仍有望保持 20% 左右的年复合增长水平，进一步夯实公司军工连接器龙头企业地位。

3. 微特电机：综合实力突出，有望成为新的业务支柱

3.1 我国是全球最大的微特电机市场，仍存较大潜力

微特电机是指直径小于 160mm 或额定功率小于 750W 或具有特殊性能、特殊用途

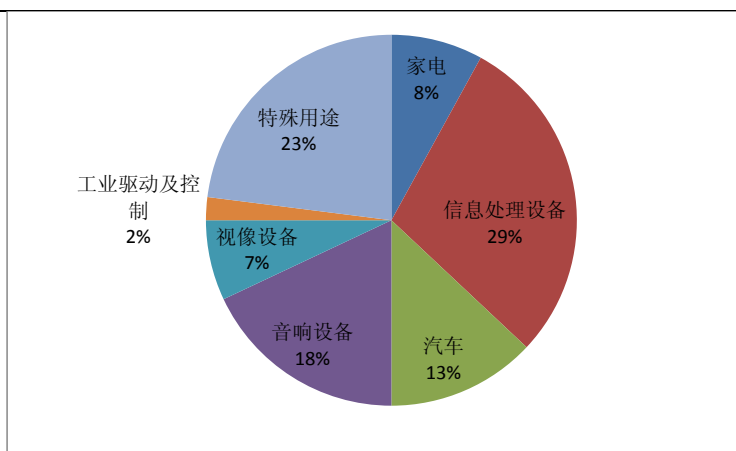
的微型电机。常用于控制系统中或传动机械负载中，用于实现机电信号或能量的检测、解算、放大、执行或转换等功能，也可作为设备的交、直流电源。

微特电机应用领域广泛，未来将持续扩展。微特电机在军事、民用的各种现代化装备及其控制系统中得到广泛的应用，如火炮控制、导弹制导、飞机自动驾驶、数控机床、无梭织机控制、工业缝纫机控制、遥测遥控、音像设备、自动化仪表及计算机外围设备等。据不完全统计，截至 2014 年初，微特电机品种已超过 6000 种。

从下游应用领域来看，微特电机主要应用于：信息处理设备（29%）、音响设备（18%）、汽车（13%）及其他特殊用途微特电机（23%），这四大类合计占有 80% 以上的应用市场，其中特殊用途微特电机包括宇航飞行、各种飞行器、自动化武器装备、医疗设备等。

目前，中国微特电机主要应用在音响类产品、家用电器、汽车等传统领域（2015 年需求占比合计为 52.4%）。未来随着传统应用领域市场逐渐饱和、需求放缓，主要增长动力将来自新能源汽车、可穿戴设备、机器人、无人机、智能家居等新兴领域。

图 20：全球微特电机应用领域分布



资料来源：《微特电机发展综述》，东兴证券研究所

微特电机作为自动化、智能化技术和系统中不可缺少的传感元件/执行元件/动力元件，未来随着工业/农业/办公/军事装备自动化、家居智能化以及现代化等水平的不断提升，其应用领域将继续拓宽，需求量也将相应增加。以汽车为例，微特电机主要用于发动机、底盘、车身三大部分及附件中，一辆普通汽车需要微特电机 20 台以上；而随着传统零部件的不断电子化，一辆豪华轿车则需 40-60 台以上。

我国微特电机行业发展迅速，仍存在巨大潜力。我国微特电机最初于 20 世纪 50 年代末期，由于国防武器装备的需求而发展起来，目前已成为全球最大的微特电机市场。据 ReportsnReports 数据，中国市场目前约占据全球市场的 70% 份额，至 2017 年时有望占据全球市场 80% 的份额。据新思界产业研究中心的统计，目前中国微特电机市场产量占全球市场的 71.92%，2016 年我国微特电机产量高达 124 亿台，产值为 2866 亿元，对应过去 5 年产值的复合增长率高达 17.4%。

有关调查数据显示，在发达国家平均每个家庭拥有 130~180 台微特电机，而在我国

大城市中平均每个家庭微特电机拥有量仅为 20~40 台，渗透率仍远远低于国际发达国家水平，民用领域未来潜力巨大。

图 21：2011-2016 中国微特电机行业产量



资料来源：新思界产业研究中心，东兴证券研究所

图 22：2011-2016 中国微特电机行业产值

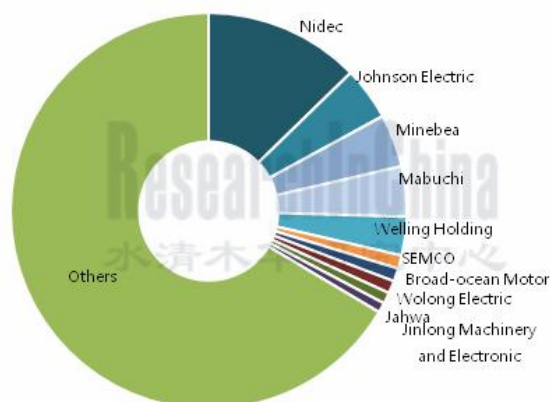


资料来源：新思界产业研究中心，东兴证券研究所

从市场竞争格局来看：日本企业优势较为明显，日本电产(NIDEC)、美蓓亚(Minebea)、万宝至(Mabuchi)等在 IT 产品和汽车领域占据绝对优势，而我国企业主要在白电和厨电领域拥有超过 80% 市占率；军用领域则主要被美国主导垄断。

中国主要的小微电机制造商包括德昌电机、威灵控股、大洋电机、卧龙电气等。其中德昌电机作为中国最大的小微电机制造商，年销售收入在 10 亿美元以上，2015 年全球占比为 4.3%。

图 23：2015 年全球微特电机市场竞争格局



资料来源：水木清华研究中心，东兴证券研究所

3.2 立足高端军用优势突出，未来高速增长可期

公司的微特电机业务由控股子公司贵州林泉电机、苏州林泉电机承担，其中贵州林泉

主要负责军用微特电机的研制生产任务，苏州林泉负责民用领域，以石油装备行业为主。目前，公司的微特电机业绩基本上均由贵州林泉贡献。

公司的微特电机业务立足高端军用，是我国微特电机领域标杆企业，综合实力突出。贵州林泉从事微特电机、伺服控制、二次电源及小型化遥测设备等的研制和生产，产品覆盖航天所有型号，同时也为电子、航空、船舶型号配套；承担了大量各类导弹、火箭、卫星、飞船、飞机、舰船、战车、鱼雷、深弹等重点型号配套产品的研制任务，为我国军工各系统研制生产了上千种配套产品，为我国载人航天工程做出了突出贡献。

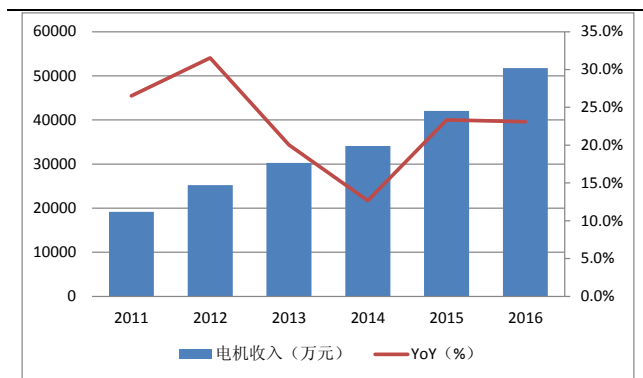
贵州林泉是我国精密微特电机研制与工程应用的龙头企业之一，也是国家科技部批准的“国家精密微特电机工程技术研究中心”、航天“微特电机专业技术中心”、“微特电机检测中心”等，获得国家、省部级科技成果奖 137 项，多项产品指标居国内领先水平，其中作为参研单位荣获国家科技进步特等奖 3 项。

微特电机业务持续高速增长，未来或有望超预期。2016 年公司实现微特电机业务收入 5.2 亿元，同比增 23.1%，5 年复合增长率高达 22.0%。作为军用领域经受过各种国家重大工程项目考验的精密微特电机龙头企业，未来随着我国武器装备进一步提升自动化和现代化水平，公司的电机军品业务有望保持高速增长。

民品电机领域，目前负责开拓民用领域的主要为苏州林泉，以石油装备行业为主，短期随着石油装备行业的回暖复苏，有望扭转局面贡献业绩。此外，我们认为公司基于高端优质的军用微电机技术基础，未来开拓空间更为广阔的汽车工业等民用领域市场将相对容易，凭借扎实的技术功底和高端品质，有望快速打开局面，助力公司业务再上新台阶。

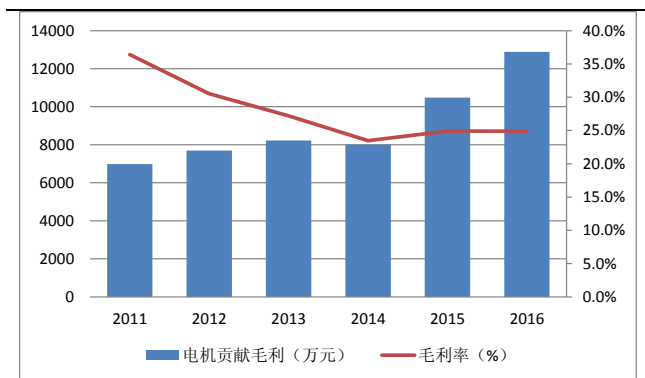
航天科工集团的官网信息显示，“十三五”末林泉电机的目标是 15 亿，对应 2017-2020 年复合增速将高达 30.5%，将进一步提速放量。

图 24：2011-2016 航天电器电机收入情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 25：2011-2016 航天电器电机盈利表现



资料来源：wind，东兴证券研究所

航天科工集团内有部分民品微电机业务，未来注入可期，并且将形成良好协同效应。根据今年 5 月份公司发布的发行股份购买资产预案，航天科工集团下还拥有航天电机、斯玛尔特两块民品微电机业务，虽本次重组最终未能成行，但我们判断，公司作为航天科工集团内的高端基础元器件上市公司平台，且拥有成熟的军工微电机业务，未来

时机成熟时民用微电机业务仍有可能继续注入，形成完整的微电机业务板块，也将更有利于发挥军民协同发展效应。

4. 光通信+继电器：攻守结合，护航成长

4.1 收购江苏奥雷布局光通信，协同互补贡献新增增长点

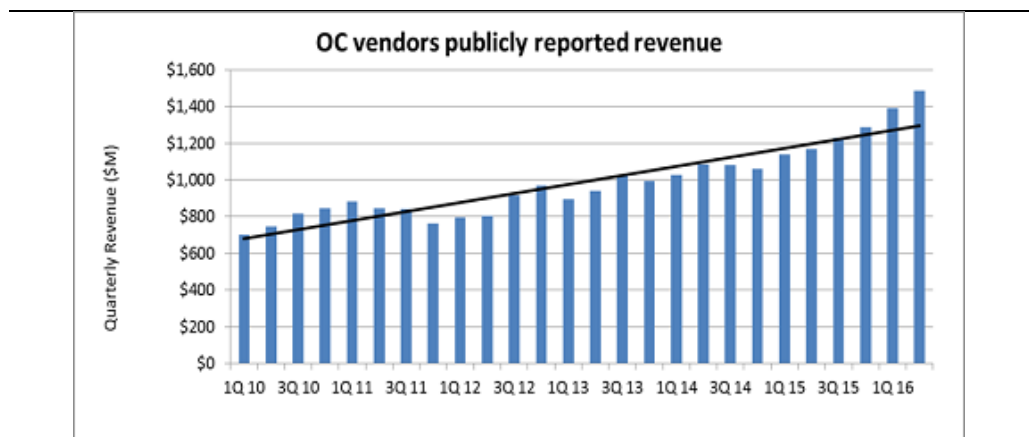
江苏奥雷光电是一家由旅美归国博士团队创建的高科技企业，拥有光模块、光通讯器件核心技术团队，全面掌握了光模块设计、封装、耦合、模块集成的核心技术和关键工艺。

光通信是指以光波为载波、以光纤为传输介质的通信方式，具有高带宽、耐高温、抗干扰、低功耗等特点，目前已成为主流的信息传输方式。光器件作为光通信的上游，是光通信系统的必备元器件，用以实现光信号的产生、调制、探测、连接、波长复用和解复用、光路转换、信号放大、光电转换等功能，很大程度上决定了光通信系统的性能水平、可靠性以及成本。

光通信行业正处于高景气周期，光器件需求持续旺盛。根据 LightCounting 的数据，2016 年 2 季度全球光器件主要供应商的销售额首次突破 14 亿美元，同比增 27%，在其追踪的 14 家主要光器件厂商中有 9 家创单季销售额新高。造成光器件公司如此良好业绩的背后原因包括了中国市场对城域 100G 器件的需求，北美市场对基于 ROADM 的灵活网格器件的需求以及全球各地超级数据中心扩容带来的市场需求。

- ◆ **产业政策方面**，继“宽带中国”战略后，国家还陆续颁布了“互联网+”、“提速降费”等政策，同时 FTTx 建设、4G/5G 无线网络建设、三网融合、物联网、大数据和云计算等多项国家重点工程为光通信行业的景气上行奠定了红利基础。
- ◆ **技术升级方面**，信息化时代数据流量的持续爆发决定了对网络扩容的需求将持续旺盛，而光通信的高带宽、高速率等优点将充分受益于这一行业趋势。这些都将驱动光器件需求的持续旺盛。

图 26：全球光器件主要供应商的季度销售额表现



资料来源：LightCounting, 东兴证券研究所

收购奥雷布局光通信，有望与公司原有主业及资源形成协同效应。奥雷光电以光通信技术为基础，在享受通信市场稳定增长的高景气行业红利的同时，积极拓展电力行业应用，产品已进入南自、南瑞、许继等上市公司。未来借助于航天电器所拥有的军工行业资源及渠道优势，奥雷光电的相关产品有望拓展航天、航空、兵器等军工领域的市场应用。

江苏奥雷未来 2 年复合增速有望超 40%。2016 年 4 月，公司以现金 1.1 亿元收购江苏奥雷光电 63.83% 的股权，成为江苏奥雷第一大股东。江苏奥雷承诺 2016-2018 年实现净利润不低于 900 万元、1300 万元、1800 万元，对应净利润复合增速要达到 41.4%。实际在 2016 年实现并表范围的 6-12 月份，江苏奥雷为公司贡献业绩 910 万元，超额完成 2016 年业绩承诺，预计未来 2 年兑现承诺业绩目标可能性极大。

4.2 守住高端继电器的传统优势，平稳发展

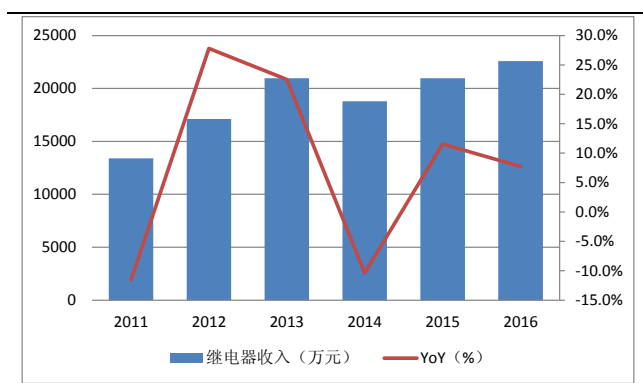
公司继电器业务平稳发展，立足高端，毛利率水平较高。公司研制生产的继电器主要包括密封电磁继电器、温度继电器、平衡力继电器、固态继电器、特种继电器、时间继电器等，主要为各军工集团配套，也有部分应用于家电行业，业务承担主体为遵义精星航天电器。

根据航天科工十院官网信息，公司的继电器也曾为“神舟”飞天、舱外“行走”、太空之“吻”、“嫦娥”奔月、蟾宫“漫步”等重大航天工程项目提供配套，再次印证了高端继电器是公司的传统优势项目。

2016 年公司实现继电器业务收入 2.2 亿元，同比增 7.7%，2011-2016 期间年复合增长率为 11.0%，整体而言发展相对平稳。毛利率水平近年略有下滑，但基本维持在 45% 以上，继电器产品的高端属性决定了其盈利能力较强。

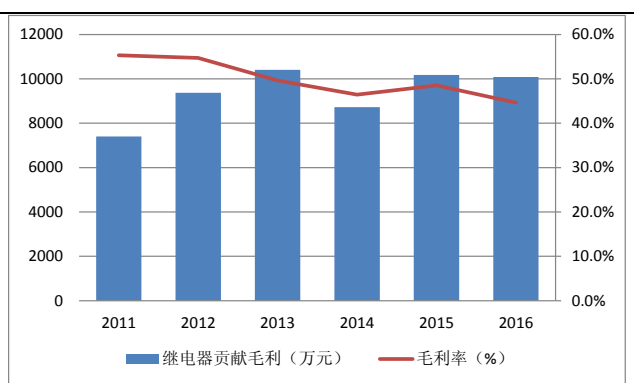
我们判断，公司对继电器行业将会坚持优势领域，以长期平稳发展为主线。

图 27：2011-2016 航天电器继电器收入情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 28：2011-2016 航天电器继电器盈利表现



资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 26.89 亿元/31.68 亿元/37.10 亿元，增长率分别为 19.17%/17.81%/17.13%；净利润分别为 3.70 亿元/4.20 亿元/4.69 亿元。截至报告日期 2017/08/08，按照公司总股本 429.00 百万股计算，则对应公司 2017-2019 年预测 EPS 分别为 0.78 元/0.88 元/0.98 元，对应 PE 分别为 27X/24X/21X。

以同属军工电子元器件行业的中航光电、航天电子、航天科技作为估值对比标的，综合公司在航天航空等军品领域的领先优势，我们认为给予公司 2017 年 35 倍估值较为合理，首次覆盖并给予公司“强烈推荐”投资评级，六个月目标价 27.3 元。

表 1：A 股同行业公司估值

股票代码	同行业公司	最新收盘价	EPS (元)				PE (TTM)			
			2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
002179.SZ	中航光电		1.22	1.17	1.51	1.89	30.86	28.45	22	17.6
600879.SH	航天电子		0.4	0.21	0.25	0.29	44.11	43.4	37.18	31.95
000901.SZ	航天科技		0.25	-	-	-	249.02	-	-	-
Average (剔除异常值):							108.00	35.93	29.59	24.78

资料来源：Wind，东兴证券研究所（截至 2017.08.08）

6. 风险提示

业务竞争格局发生极大变化、军品订单不及预期。

表 2: 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	2604	2993	4206	4753	5341	营业收入	1873	2256	2689	3168	3710
货币资金	816	857	1740	1872	2023	营业成本	1195	1454	1750	2074	2442
应收账款	694	864	1013	1203	1404	营业税金及附加	4	7	8	9	10
其他应收款	69	50	60	70	82	营业费用	47	61	70	83	102
预付款项	43	32	-27	-69	-135	管理费用	339	418	492	580	680
存货	320	294	411	453	553	财务费用	-12	-23	-13	-18	-19
其他流动资产	6	4	7	8	10	资产减值损失	17.07	14.68	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	629	723	778	729	681	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.85	2.11	60.00	60.00	60.00
固定资产	434.85	500.15	475.29	428.29	381.28	营业利润	285	326	436	495	551
无形资产	54	87	201	204	207	营业外收入	15.06	16.77	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.59	5.63	50.00	50.00	50.00
资产总计	3233	3715	4984	5482	6021	利润总额	296	337	426	485	541
流动负债合计	737	946	1068	1259	1446	所得税	39	46	57	65	72
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	258	292	370	420	469
应付账款	464	627	707	860	999	少数股东损益	24	31	37	43	51
预收款项	23	16	16	11	8	归属母公司净利润	233	261	333	377	418
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	396	455	479	544	599
非流动负债合计	162	182	187	196	213	EPS (元)	0.54	0.61	0.78	0.88	0.98
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	900	1128	1256	1455	1659	成长能力					
少数股东权益	370	432	469	512	562	营业收入增长	16.77%	20.44%	19.17%	17.81%	17.13%
实收资本(或股	429	429	429	429	429	营业利润增长	22.40%	14.64%	33.68%	13.49%	11.35%
资本公积	422	422	1300	1300	1300	归属于母公司净利润	27.54%	13.19%	27.54%	13.19%	11.03%
未分配利润	797	944	757	543	307	获利能力					
归属母公司股东	1962	2155	3226	3482	3766	毛利率(%)	36.20%	35.54%	34.91%	34.53%	34.19%
负债和所有者权	3233	3715	4984	5482	6021	净利率(%)	13.74%	12.93%	13.75%	13.26%	12.64%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.82%	7.22%	7.03%	6.68%	6.87%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	11.89%	12.11%	10.32%	10.82%	11.11%
经营活动现金流	412	241	153	194	216	偿债能力					
净利润	258	292	370	420	469	资产负债率(%)	28%	30%	25%	27%	28%
折旧摊销	122.76	151.72	0.00	47.01	47.01	流动比率	3.53	3.16	3.94	3.78	3.69
财务费用	-12	-23	-13	-18	-19	速动比率	3.10	2.85	3.55	3.42	3.31
应收账款减少	0	0	-149	-190	-200	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	-5	-3	总资产周转率	0.62	0.65	0.62	0.61	0.65
投资活动现金流	-58	-120	-61	32	32	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.77	4.14	4.03	4.04	3.99
长期股权投资减	0	0	7	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	2	60	60	60	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.61	0.78	0.88	0.98
筹资活动现金流	-54	-91	791	-94	-97	每股净现金流(最新	0.70	0.07	2.06	0.31	0.35
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.57	5.02	7.52	8.12	8.78

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	99	0	0	0	0	P/E	38.81	34.36	27.01	23.86	21.49
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	4.58	4.17	2.79	2.58	2.39
现金净增加额	300	30	883	132	151	EV/EBITDA	20.65	17.89	15.14	13.09	11.63

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。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

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。

张高艳

清华大学工学硕士，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，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

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。