

**航天发展(000547)/地面兵装**
**内生与外延并重, 深化四大板块布局**
**评级: 买入(首次)**

市场价格: 11.92

目标价格: 14.40

分析师: 杨帆

执业证书编号: S0740517060002

电话: 0755-22660861

Email: yangfan@r.qlzq.com.cn

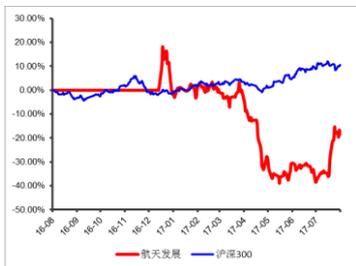
联系人: 吴张爽

电话:

Email: wuzs@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,430
流通股本(百万股)	1,015
市价(元)	12.56
市值(百万元)	17,956
流通市值(百万元)	12,748

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,122.73	2042.10	2625.46	3256.48	3974.29
增长率 yoy%	207.85%	51.55%	28.57%	24.03%	22.04%
净利润	207.48	244.02	345.25	416.15	508.79
增长率 yoy%	88.94%	17.61%	41.48%	20.54%	22.26%
每股收益(元)	0.23	0.17	0.24	0.29	0.36
每股现金流量	0.12	0.12	-0.15	0.24	0.25
净资产收益率	3.93%	5.18%	6.79%	7.70%	8.71%
P/E	52	70	50	41	33
PEG	0.61	4.16	1.25	2.09	1.58
P/B	2.78	2.76	2.61	2.37	2.10
备注:					

**投资要点**

- **事件: 公司发布半年报, 2017 年上半年, 公司实现营业收入 8.78 亿元, 同比增长 13.56%, 归属于上市公司股东的净利润 1.16 亿元, 每股收益 0.08 元。**
- **夯实传统主业, 拓展战略新兴产业, 深化四大板块布局。**公司自 2015 年完成重大资产重组以来, 围绕主业与战略性新兴产业, 通过内生+外延的方式, 深入布局四大领域。其中电子蓝军、电磁工程、指控通信等是公司的传统优势业务, 网络信息安全、微系统研究院为公司未来战略布局重点领域。
- **电子蓝军及电磁工程板块持续夯实, 构建支柱性产业。**电子蓝军业务主要依托全资子公司南京长峰开展, 旨在打造电子蓝军整套方案提供商, 先后收购航天科工旗下仿真公司、江苏大洋海洋装备公司, 拓展军用仿真、海上蓝军业务, 整体竞争力得以加强, 50%的高毛利率有望得到维持。电磁安防业务具有较高稀缺性, 毛利率维持在 45% 以上, 主要依托子公司重庆金美开展, 同时与北航合作投设电磁恒容公司, 有望成为电磁兼容领域关键企业, 提升公司整体盈利能力。
- **跨院收购航天科工旗下仿真公司, 培育现实增强产业。**2016 年 8 月, 公司使用约 3.51 亿元募集资金收购航天科工系统仿真(北京)有限公司 90% 股权。本次收购后, 公司将形成全频谱的仿真系统建设能力和全频谱的电子蓝军业务能力。“十三五”期间, 仿真公司将围绕军用仿真、信息化、现实增强三大领域和 ACS 推演平台、作战训练现实增强等五大系列产品布局。现实增强领域将加大投入, 拓展军民市场, 以适应 3~5 年之后的市场爆发期。
- **网络信息安全与微系统研究院布局值得期待。**网络信息安全: 公司致力于布局网络信息安全领域, 符合军队实际需求与航天科工集团规划, 虽然 5 月发布公告终止发行股份收购锐安科技 66% 股权事项, 但我们认为公司致力于打造网安国家梯队初心不改, 后续进展值得期待。**微系统研究院:** (1) 拟联合组织科工集团内外各相关专业单位共同投资 10 亿元人民币设立航天科工微系统研究院有限公司。(2) 拟收购江苏博普电子科技有限责任公司, 进一步拓展公司信息电子技术业务, 发展微电子及微系统技术产业。
- **公司是混合所有制典范, 有望受益军工混改与军民融合。**公司是军工混合所有制典范, 前身为民营企业, 后被航天科工集团反向收购, 科工集团及其一致行动人合计持股 29.41%。在院所改制和军民融合加速推进的背景下, 我们认为公司作为航天科工重要的军工产业与资本融合的平台、创新创业与军民融合的平台, 有望受益。同时航天科工集团资产证券化率较低, 仍有较大的提升空间, 旗下的上市平台有望获益。
- **投资建议:** 我们预计公司 2017-2019 年分别实现归母净利润 3.45/4.16/5.09 亿元, 对应每股收益分别为 0.24/0.29/0.36 元/股。由于公司依托航天科工集团强大央企和军方背景, 以毛利率较高的军工电子为主业, 军工资质完备, 实力强劲, 壁垒较强, 同时参考可比公司估值, 我们建议给予公司 2017 年 60 倍估值, 对应 2017 年目标价为 14.4 元, 首次覆盖, 给予买入评级。
- **风险提示:** 外延并购进展不及预期, 市场竞争加剧, 新兴板块布局不及预期。

## 内容目录

1.公司简介.....	- 3 -
1.1 历史沿革与股权结构.....	- 3 -
1.2 主营业务与业绩.....	- 4 -
2.内生与外延并重，打造航天科工电子战和信息化重要平台.....	- 5 -
2.2 不断夯实电子蓝军业务，打造电子蓝军整体方案提供商.....	- 5 -
2.3 跨院收购航天科工旗下仿真公司，现实增强产业培育值得期待.....	- 6 -
2.2 与北航合作投资设立恒容电磁公司，有望成为电磁兼容行业关键企业.....	- 8 -
2.4 收购江苏大洋 65%股权，布局海上蓝军装备.....	- 8 -
3.夯实传统主业，拓展战略新兴产业，深化四大板块布局.....	- 9 -
4.混合所有制典范，有望受益混改与军民融合.....	- 10 -
5.盈利预测与投资建议.....	- 11 -
5.1 盈利预测与投资建议.....	- 11 -
5.2 相对估值.....	- 11 -
6.风险提示.....	- 12 -

## 图表目录

图表 1：公司的十大股东（2017 年半年报披露）.....	- 3 -
图表 2：航天科工集团为公司的控股股东与实际控制人（2017 年半年报披露）.....	- 4 -
图表 3：2015-2017H 营业收入.....	- 4 -
图表 4：2015-2017H 净利润及增速.....	- 4 -
图表 5：2016 年公司分业务收入占比.....	- 5 -
图表 6：2016 年公司分业务毛利率.....	- 5 -
图表 7：电子蓝军示意图.....	- 5 -
图表 8：电子蓝军及仿真业务收入(百万元).....	- 6 -
图表 9：电子蓝军及仿真业务毛利率（%）.....	- 6 -
图表 10：计算机仿真行业产业链示意图.....	- 7 -
图表 11：计算机仿真行业市场容量预测.....	- 7 -
图表 12：公司四大板块布局.....	- 9 -
图表 13：公司业务主要依托旗下控股子公司开展.....	- 9 -
图表 14：航天科工集团资产证券化率较低.....	- 11 -
图表 15：可比公司估值表.....	- 12 -
图表 16：报表摘要.....	- 13 -

## 1. 公司简介

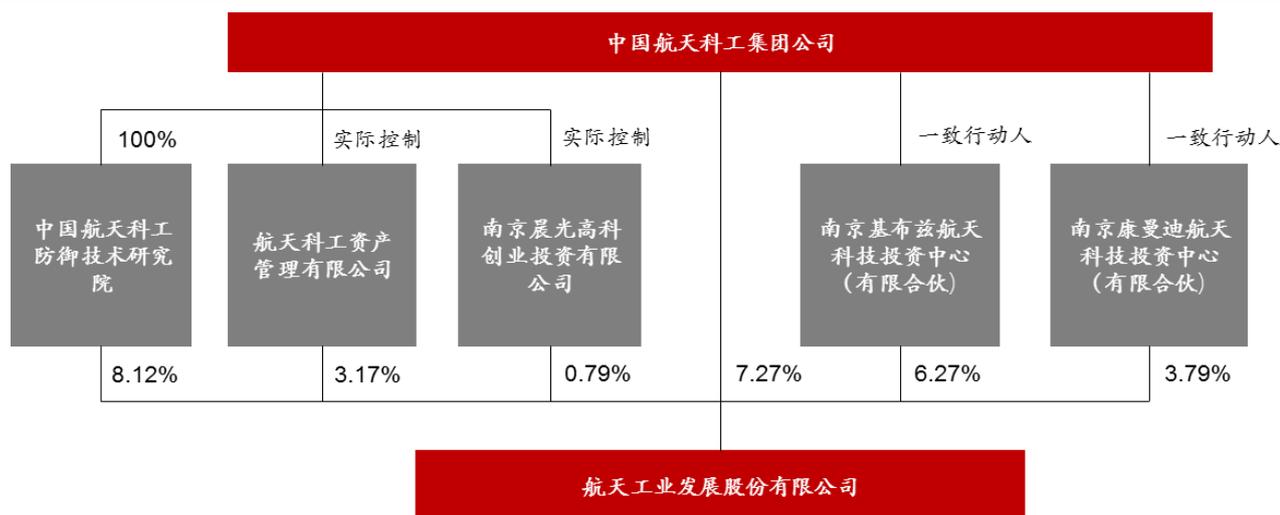
### 1.1 历史沿革与股权结构

- **公司前身为福建省民营企业。**公司前身是福州发电设备厂，是国内最早生产成套发电设备的厂家之一，后改名神州学人集团股份有限公司，控股股东为新疆国力民生股权投资有限公司，股票简称为闽福发 A。主营业务包括通信及相关设备的制造、柴油发电机组的制造和电磁安防产品的制造以及电磁安防工程技术服务，产品主要销往军工领域。
- **航天科工集团通过反向收购入主。**2015 年公司向南京长峰航天电子科技有限公司全体股东发行股份购买其持有的南京长峰的 100% 股权，自此，南京长峰成为公司的全资子公司，中国航天科工集团成为公司的控股股东和实际控制人。2015 年 8 月，公司名称正式变更为航天工业发展股份有限公司，股票简称变更为航天发展。公司成为中国航天科工集团通过反向收购新组建的第 7 家上市公司。
- **航天科工集团是公司的控股股东和实际控制人。**截至目前，航天科工集团直接控制公司股本比例为 7.27%，通过航天科工防御技术研究院、航天科工资产管理有限公司、南京晨光高科创业投资有限公司间接控制股本比例为 12.08%，合计控股比例为 19.35%。此外，一致行动人南京基布兹、南京康曼迪合计持有公司股本比例为 10.06%，意味着航天科工集团实际控制的航天发展投票权比例合计为 29.41%。

**图表 1：公司的十大股东（2017 年半年报披露）**

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	中国航天科工防御技术研究院(中国长峰机电技术研究设计院)	116,146,578	8.12	限售流通 A 股
2	中国航天科工集团公司	103,944,032	7.27	限售流通 A 股
3	南京基布兹航天科技投资中心(有限合伙)	89,678,789	6.27	限售流通 A 股
4	佟建勋	64,006,866	4.48	限售流通 A 股
5	新疆国力民生股权投资有限公司	62,135,067	4.35	A 股流通股
6	南京康曼迪航天科技投资中心(有限合伙)	54,130,192	3.79	A 股流通股
7	南京高新技术经济开发有限责任公司	53,095,578	3.71	限售流通 A 股
8	航天科工资产管理有限公司	45,341,914	3.17	限售流通 A 股
9	中国建设银行股份有限公司-鹏华中证国防指数分级证券投资基金	31,466,839	2.20	A 股流通股
10	蔡倩	25,350,000	1.770	A 股流通股
	合计	645,295,855	45.1300	

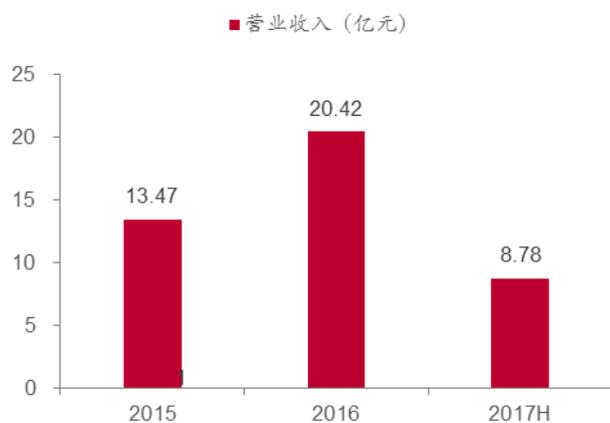
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 2：航天科工集团为公司的控股股东与实际控制人（2017 年半年报披露）**


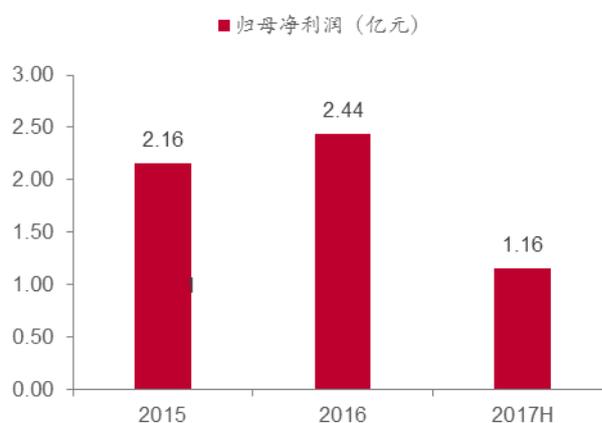
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 1.2 主营业务与业绩

- 自公司 2015 年完成重大资产重组以来，公司业务布局日臻完善，营业收入和净利润保持较快增长。

**图表 3：2015-2017H 营业收入**


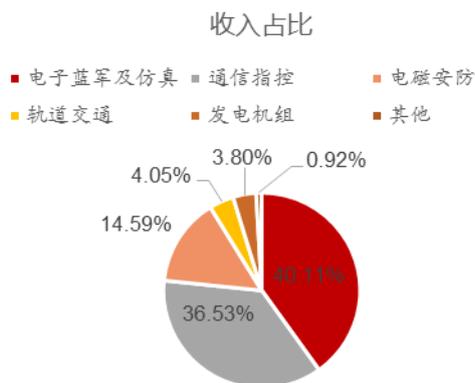
来源：公司公告，中泰证券研究所（收入为年报中披露调整后收入）

**图表 4：2015-2017H 净利润及增速**


来源：公司公告，中泰证券研究所

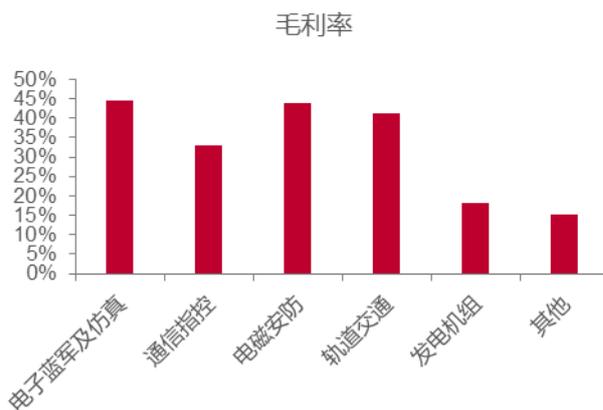
- 公司主营业务主要包括电子蓝军及仿真、通信指控、电磁安防、轨道交通、发电机组及其他，其中电子蓝军和通信指控收入占比最大，二者合计占比近 80%。毛利率方面，电子蓝军最高约为 45%，其次是电磁安防，约为 44%。

图表 5: 2016 年公司分业务收入占比



来源: 中泰证券研究所

图表 6: 2016 年公司分业务毛利率



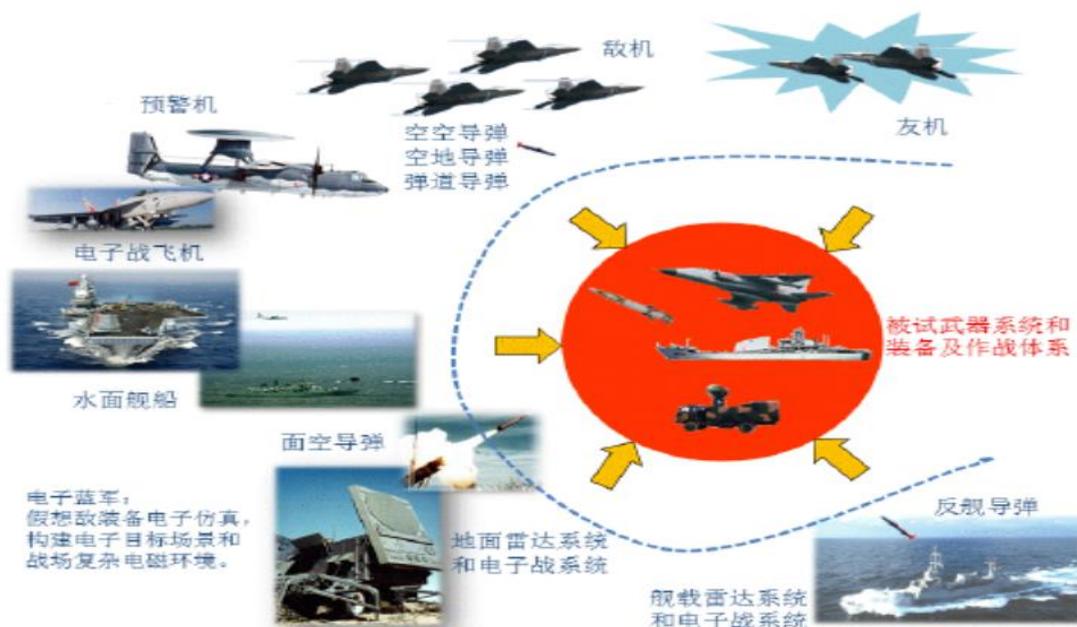
来源: 中泰证券研究所

## 2.内生与外延并重，打造航天科工电子战和信息化重要平台

### 2.2 不断夯实电子蓝军业务，打造电子蓝军整体方案提供商

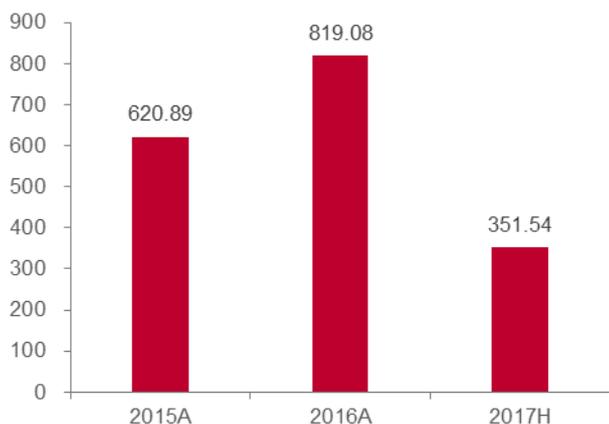
- 公司的电子蓝军业务主要依托全资子公司南京长峰开展，旨在打造电子蓝军整套方案提供商。南京长峰是电子蓝军设备及系统的供应商，产品主要包括内场射频仿真试验系统、有源靶标模拟系统和仿真雷达系统三大类，为各军兵种、国防工业部门、科研院所、院校提供电子蓝军整套解决方案。其产品用途是在室内（包括射频暗室和常规实验室）或靶场（包括军方试训基地、装备试验地和装备使用地）构建电子目标场景和复杂电磁环境，对武器系统及装备作战目标和外部电磁环境进行仿真模拟。2015 年，公司向南京长峰全体股东发行股份购买其持有的南京长峰的 100% 股权，南京长峰正式成为公司的全资子公司。

图表 7: 电子蓝军示意图

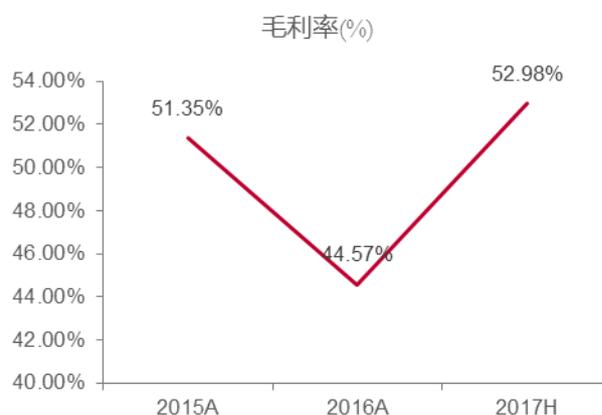


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 电子蓝军及仿真业务是目前公司收入占比最大的业务,2016 年收入占比为 40%,收入规模达 819.08 万元。今年上半年,公司电子蓝军及仿真板块实现收入 351.54 百万元,较去年同期增长 34.46%。毛利率方面,该项业务主要提供给军方,盈利能力较强,今年上半年毛利率恢复至 53%左右。

**图表 8: 电子蓝军及仿真业务收入(百万元)**


来源:公司公告,中泰证券研究所

**图表 9: 电子蓝军及仿真业务毛利率 (%)**


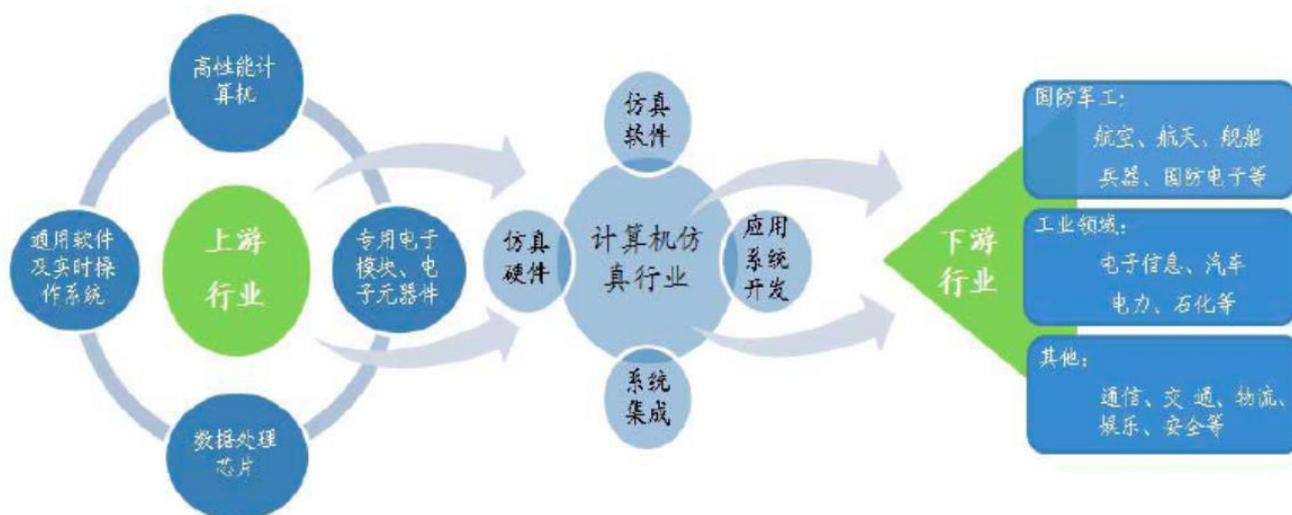
来源:公司公告,中泰证券研究所

- 持续收购夯实电子蓝军板块。公司除了推进子公司南京长峰业绩稳定增长之外,还积极收购相关标的以求与公司电子蓝军业务形成协同或者有效补充。2016 年 8 月,公司完成收购航天科工系统仿真科技(北京)有限公司 90%股权。2017 年 1 月,公司公告拟现金收购江苏大洋海洋装备有限公司 65%股权,5 月 26 日双方正式签署了《股权转让协议》,收购总价款为 8,580 万元。

### 2.3 跨院收购航天科工旗下仿真公司,现实增强产业培育值得期待

- 收购航天科工旗下仿真公司,布局军用仿真业务。2016 年 8 月,公司使用约 3.51 亿元募集资金收购航天科工系统仿真(北京)有限公司 90%股权。仿真公司在军用仿真实验室建设方面国内领先,技术实力雄厚,市场覆盖率较高,业务主要包括军用仿真、信息化系统建设和虚拟现实三大板块,其中军用仿真是公司的主导业务。
- 计算机仿真行业是我国电子信息产业领域的新兴产业,现阶段以国防军工领域应用为主。产业链上游行业主要为计算机、计算机软件以及电子元器件的制造业,下游行业是计算机仿真行业的目标市场,包括:(1)国防军工领域,如航空、航天、舰船、兵器、国防电子等关键领域;(2)工业领域,如电子信息产业、汽车、虚拟仪器、电力、石油、化工等领域;(3)其它领域,如生物医学、医疗、通信、交通、物流、教育、农业、体育、娱乐、社会经济运行、环境及安全科学等领域。

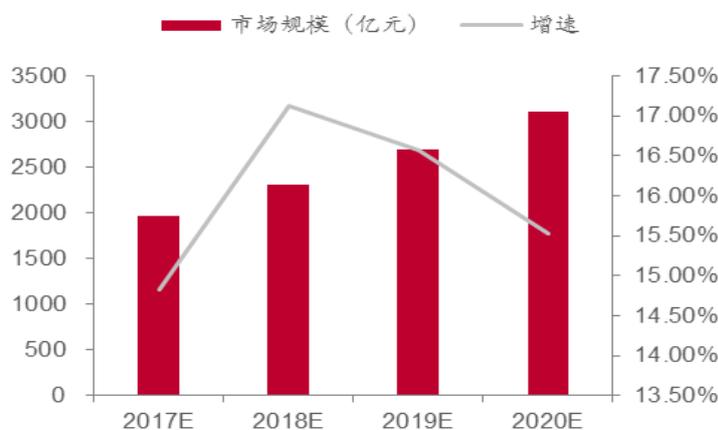
图表 10：计算机仿真行业产业链示意图



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **市场容量超千亿元，年均增速 15% 以上。**根据《中国计算机零配件市场调研与投资战略研究报告》预测，预计 2016-2020 年，计算机仿真行业市场规模年均增速将保持在 15% 以上，预计到 2020 年有望超过 3000 亿元。

图表 11：计算机仿真行业市场容量预测



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **军用仿真、信息化和现实增强三大主业布局。**十二五期间，仿真公司围绕军用仿真、信息化、虚拟现实三大业务领域，形成了 HSIM 平台、ACS 推演平台、训练模拟系统系列、CSR-SIM 模拟器等四项领先技术和“3+2 航天展品系列”、特装信息化系统、“X 光虚拟透视展示产品”、飞行模拟体验产品等四个首创产品。“十三五”期间，仿真公司将围绕军用仿真、信息化、现实增强三大领域和 ACS 推演平台、作战训练现实增强等五大系列产品布局。
- **军民双向拓展，现实增强产业培育值得期待。**公司在十二五期间已经在现实增强关键性技术方面打下了一定的基础，“十三五”期间将现实增强作为三大主业之一培育，将持续加大投入。今后公司将在军用和民用两个方面进行产品研发和市场拓展。军用方面主要瞄准国家靶场、训练

中心和军内科院所及院校的模拟训练中心；民用方面主要瞄准娱乐体验，初期以行业应用为主（To B），逐步拓展到消费级（To C），以适应3~5年之后的市场爆发期。

- **本次收购助力公司夯实电子蓝军板块，发展现实增强应用板块，实现业务协同发展、做大做强。**（1）南京长峰在射频频段的半实物仿真方面国内领先；仿真公司在军用仿真系统建设方面国内领先。两家公司加以整合，将形成全频谱的仿真系统建设能力和优势；（2）收购仿真公司后，公司将形成全频谱的电子蓝军业务能力，形成协同效应，并进一步加强公司信息技术产业板块整体竞争实力。（3）仿真公司目前拥有专门队伍从事虚拟现实应用业务，在国内动感设备中高端市场占有较大比重。以仿真公司虚拟现实事业部团队为基础，拓展公司现实增强应用业务，是快速、现实、有效的途径。

## 2.2 与北航合作投资设立恒容电磁公司，有望成为电磁兼容行业关键企业

- 公司2016年9月变更募集资金用途投资设立北京航天恒容电磁科技有限公司。
- **新设公司以电磁兼容为主业。**随着军方、工业等对电子、电气产品电磁兼容性要求的逐渐提高，公司有意把握契机涉足电磁兼容业务。新设公司将全面涵盖电磁兼容性测试系统研发生产、电磁兼容性分析与整改、电磁兼容仿真设计及软件开发等核心业务。
- **电磁兼容业务将与公司原有主业形成协同。**通过完善电磁兼容领域投资，与已有的电磁安防业务板块、电子蓝军业务板块协同发展，发挥产业协同效应，有助于夯实公司相关业务板块，进一步公司在军工电子信息产业板块的技术布局，提升整体竞争优势，加强行业话语权。根据公司披露的发展规划，2018年确保新设公司在电磁兼容技术应用领域立足，实现产品技术、市场、盈利稳定；2020年，将新设公司发展成为国内具有重要影响力的骨干单位，成为电磁兼容领域的核心企业。我们认为，未来恒容电磁公司有望成为电磁兼容行业内的关键企业之一。

## 2.4 收购江苏大洋65%股权，布局海上蓝军装备

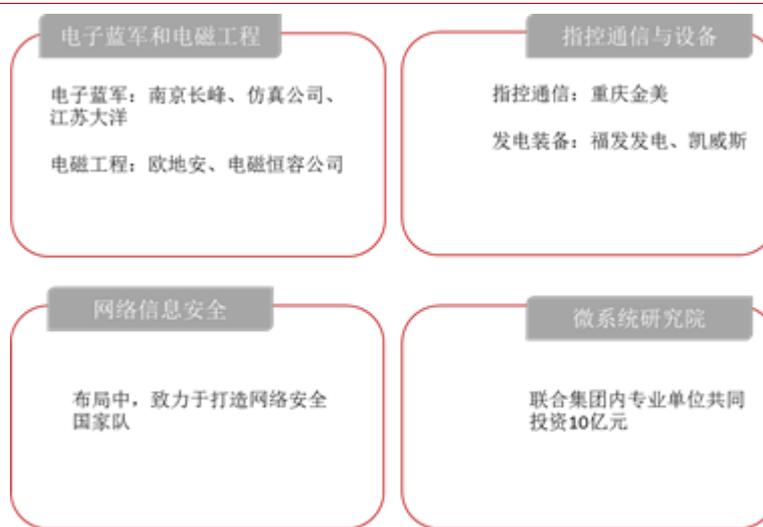
- 2017年5月26日，公司公告子公司南京长峰与自然人荀金标、蔡君签署了《江苏大洋海洋装备有限公司股权转让协议》，南京长峰拟现金收购江苏大洋65%股权。
- **江苏大洋具备高速靶船的研制能力与生产经验，有生产和交付海上模拟平台经验。**江苏大洋成立于2007年8月，主营业务为钢结构加工和海洋工程类装备以及船舶的研发和制造，产品包括平台供应船、近海工程船、锚作拖带船、潜水支持船、起重居住铺管船、油船、沥青船、化学品船、液化气船等。主要客户分布在包括中国、新加坡、印尼、马来西亚、印度、阿联酋、埃及、韩国、美国、巴西、荷兰、德国、英国、澳大利亚等国家和地区。目前企业有三个船台，合计年产能造船长1,280米。
- **收购有利于公司拓展海上蓝军装备业务。**公司子公司南京长峰以“电子蓝军”为业务引领，本次收购完成后，南京长峰将有能力专业从事全任务系统靶船、高速靶船、大型海上船舶等海上蓝军装备的研发和生产，

从而提升电子蓝军装备配套层级，增强该产业板块整体发展实力。本次收购可以有效补充电子蓝军产业板块，符合公司发展的战略需要，并将进一步提升公司规模和盈利能力。从客户需求方面，也符合我国的军事装备和国防事业快速发展的需要。

### 3. 夯实传统主业，拓展战略新兴产业，深化四大板块布局

- **夯实传统主业，拓展战略新兴产业，完善产业链布局。**公司自 2015 年完成重大资产重组以来，围绕主业与战略性新兴产业，通过内生+外延的方式，深入布局四大领域。其中电子蓝军、电磁工程、指控通信、发电装备等是公司的传统优势业务，公司在原来基础上，通过外延收购和投资新设公司的方式，不断夯实板块布局，提升盈利能力。与此同时，为落实航天科工集团信息化板块定位，以及打造电子和网安布局，公司积极探索布局网络信息安全、微系统研究院两大板块。

**图表 12：公司四大板块布局**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 13：公司业务主要依托旗下控股子公司开展**

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	主营业务
1	重庆金美通信有限责任公司	子公司	69.23	通信设备,无线接入设备等开发,制造
2	北京欧地安科技有限公司	子公司	100.00	电磁脉冲防护产品等的生产,销售
3	南京长峰航天电子科技有限公司	子公司	100.00	射频仿真系统等等的研究,开发,生产,销售
4	福州福发发电设备有限公司	子公司	100.00	加工制造
5	北京航天恒容电磁科技有限公司	子公司	51.00	加工制造
6	重庆军通机电有限责任公司	子公司	74.94	加工制造
7	福建凯威斯发电机有限公司	子公司	100.00	加工制造
8	福州福发发电机组有限公司	子公司	100.00	加工制造
9	航天科工系统仿真科技(北京)有限公司	子公司	90.00	技术研发

来源：wind，中泰证券研究所

### (1) 电磁工程与电子蓝军：精耕细作，构建成支柱性板块

目前电磁工程和电子蓝军板块是公司最成熟的板块之一，子公司南京长峰、欧地安，以及电磁恒容公司、仿真公司、包括近期新收购的江苏大洋公司都是该板块下的子公司。公司计划将该板块构建成支柱性板块，致力于打造蓝军装备核心供应商。

### (2) 指控通信及装备：发挥优势，提高业务协同与整合

子公司重庆金美是原总参谋部信息化部核心科研生产单位，在电子通信网络工程方面具备强大的科研开发能力，技术研究和系统集成在同行业中位居前列，产品主要面向各军兵种、野战军，是战术通信系统核心设备的供应商。发电设备目前主要由子公司福发和凯威斯负责。

### (3) 网络信息安全：

- **公司致力于打造信息安全国家梯队。**国际和国内目前都相当重视网络信息安全，公司将积极推进信息安全产业布局，以提供信息安全整体解决方案为能力建设重心，逐步打造相对完整的信息安全技术产业结构，在军队及政府应用方面形成优势，确立公司在信息安全领域的领先地位，成为信息安全领域的国家梯队。目前大部分网安企业都是民企
- **锐安科技收购失败，但布局网安初心不改。**公司 2017 年 5 月 15 日发布公告终止发行股份收购锐安科技 66% 股权事项。但公司同时在公告里表明将坚定不移地继续打造网络信息安全板块，整合内外资源，并继续与锐安科技及其股东、主管部门保持沟通，待交易条件成熟后再择机启动相关事项。我们认为网络信息安全领域布局契合公司发展方向，且公司依托航天科工央企与军方背景，具有布局网络信息安全的先天优势，与其他板块业务也能较好协同，公司致力于打造网安国家梯队初心不改，后续进展值得期待。

### (4) 微系统研究院：稳步推进，谋求增量发展

- **目前进展：**(1) 根据公司 2017 年 6 月 28 日公告信息，公司拟联合组织科工集团内外各相关专业单位共同投资 10 亿元人民币设立航天科工微系统研究院有限公司，目前该事项正在积极推进中。(2) 公司 2016 年 1 月公告拟收购江苏博普电子科技有限公司，该公司主要生产 LDMOS、GaN 芯片，收购完成后将进一步拓展公司信息电子技术业务，发展微电子及微系统技术产业。

## 4. 混合所有制典范，有望受益混改与军民融合

- **公司是军工混合所有制典范。**公司前身为民营企业，后被航天科工集团反向收购。截至目前，航天科工集团直接控制公司股本比例为 7.27%，通过航天科工防御技术研究院、航天科工资产管理有限公司、南京晨光高科创业投资有限公司间接控制股本比例为 12.08%，合计控股比例为 19.35%。一致行动人南京基布兹、南京康曼迪合计持有公司股本比例为 9.66%，意味着航天科工集团实际控制的航天发展投票权比例合计仅为 29.01%。公司是国有资本、民营资本与社会资本混合的典型上市公司。
- **军工混改与军民融合加速推进，公司有望受益。**军民融合发展委员会的第一次会议的召开和国防科工局启动首批 41 家军工科研院所改制，彰显了上层对于军工改革的决心，院所改制和军民融合加速推进。在这种背景下，我们认为公司作为航天科工重要的军工产业与资本融合的平台、创新创业与军民融合的平台，有望受益。公司为中国航天科工集团公司

直接控股的上市公司，依靠航天科工特有的央企战略地位和航天品牌优势，具有政策支持和资源保障方面的便利。

- **集团整体资产证券化率较低，仍有提升空间。**航天科工集团资产证券化率较低，仍有提升空间，旗下的上市平台有望获益。2017年8月，公司公告航天科工集团航天三院35所所长、党委副书记周明被聘任为公司副总经理。我们认为这一方面体现了集团对公司发展的重视，有利于优化公司管理，也有助于公司相关业务的进一步开拓。

**图表 14：航天科工集团资产证券化率较低**



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所（按净资产占比计算）

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测与投资建议

- **关键假设：**

(1) 电子蓝军及仿真业务维持 30% 以上高增长，毛利率维持在 50% 左右，(2) 通信指控业务维持 20%-30% 左右的增长率，毛利率 33% 以上 (3) 电磁安防保持 20% 增速，毛利率维持在 45% 左右 (4) 轨道交通和发电机组等其他业务保持稳定的 15%-20% 增速，毛利率稳定。

- **盈利预测：**根据上述假定，不考虑江苏大洋并表以及可能存在的其他外延收购，我们预计公司 2017-2019 年分别实现归母净利润 3.45/4.16/5.09 亿元，对应每股收益分别为 0.24/0.29/0.36 元/股。

### 5.2 相对估值

- 我们预计公司 2017-2019 年分别实现归母净利润 3.45/4.16/5.09 亿元，对应每股收益分别为 0.24/0.29/0.36 元/股。由于公司依托航天科工集团强大央企和军方背景，以毛利率较高的军工电子为主业，军工资质完备，实力强劲，壁垒较强，同时参考可比公司估值，我们建议给予公司 2017 年动态 60 倍估值，对应 2017 年目标价为 14.4 元，首次覆盖，给予买入评级。

**图表 15: 可比公司估值表**

序号	代码	公司简称	股价	EPS			PE		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
1	600855.SH	航天长峰	20.55	0.24	0.29	0.38	84.26	71.18	54.14
2	300414.SZ	中光防雷	24.78	0.57	0.77	1.04	43.73	32.06	23.74
3	300342.SZ	天银机电	14.67	0.55	0.73	0.95	26.83	20.13	15.38
4	600151.SH	航天机电	8.08	0.17	0.21	0.24	46.41	38.96	33.17
5	600271.SH	航天信息	19.67	0.90	1.04	1.25	21.97	18.97	15.74
平均值				0.49					
中位数				0.55					

来源: wind, 中泰证券研究所 (股价为 2017 年 8 月 17 日收盘价)

## 6. 风险提示

- **外延并购进展不及预期:** 由于投资并购活动本身的复杂性以及受到市场变化等多方面因素影响, 并购重组能否顺利进行, 是否能提升公司实力等存在一定的不确定性。
- **市场竞争风险加剧:** 随着国防和军队改革的不断推进、军民融合升级到国家战略高度以及国企改革的不深入, 军工行业市场竞争将更加激烈, 公司军工收入有可能受到影响。
- **新兴板块布局不及预期:** 网络信息安全与微系统研究院等是公司战略布局的新兴板块, 其实质进展有待进一步观察。

**图表 16: 报表摘要**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2042.10	2625.46	3256.48	3974.29	净利润	279.57	385.25	466.15	568.79
营业成本	1249.64	1521.01	1916.81	2330.67	折旧与摊销	55.61	91.39	102.83	106.65
营业税金及附加	6.72	9.76	13.69	18.87	财务费用	3.25	20.18	20.71	21.30
销售费用	45.48	61.97	81.48	105.41	资产减值损失	13.94	0.00	0.00	0.00
管理费用	407.38	576.12	692.94	846.54	经营营运资本变动	-19.82	-695.08	-225.36	-319.55
财务费用	3.25	20.18	20.71	21.30	其他	-155.99	-8.55	-5.58	-5.78
资产减值损失	13.94	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	176.56	-206.81	358.74	371.41
投资收益	8.37	6.00	6.00	6.00	资本支出	-68.08	-192.00	-34.50	-34.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	116.88	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	48.80	-186.00	-28.50	-28.50
营业利润	324.06	442.40	536.85	657.50	短期借款	30.00	-130.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.17	4.24	4.83	4.48	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	329.23	446.64	541.68	661.98	股权融资	-311.87	-83.80	0.00	0.00
所得税	49.66	61.39	75.64	93.19	支付股利	-64.33	-50.44	-83.26	-95.58
净利润	279.57	385.25	466.04	568.79	其他	-79.77	6.08	-20.71	-21.30
少数股东损益	35.55	40.00	50.00	60.00	筹资活动现金流净额	-425.97	-258.16	-103.97	-116.88
归属母公司股东净利润	244.02	345.25	416.15	508.79	现金流量净额	-200.60	-650.97	226.27	226.02
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2277.27	1626.30	1852.58	2078.60	成长能力				
应收和预付款项	1154.79	1742.64	2114.12	2541.98	销售收入增长率	51.55%	28.57%	24.03%	22.04%
存货	541.28	1061.16	1265.41	1481.28	营业利润增长率	33.22%	36.52%	21.35%	22.47%
其他流动资产	5.40	6.95	8.61	10.51	净利润增长率	29.33%	37.80%	20.97%	22.05%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.16%	44.67%	19.21%	18.94%
投资性房地产	121.87	121.87	121.87	121.87	获利能力				
固定资产和在建工程	446.25	572.12	529.05	482.16	毛利率	38.81%	42.07%	41.14%	41.36%
无形资产和开发支出	2249.65	2224.62	2199.60	2174.57	三费率	22.34%	25.07%	24.42%	24.49%
其他非流动资产	148.97	148.74	148.50	148.26	净利率	13.69%	14.67%	14.31%	14.31%
资产总计	6945.48	7504.39	8239.73	9039.24	ROE	5.18%	6.79%	7.70%	8.71%
短期借款	130.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.03%	5.13%	5.66%	6.29%
应付和预收款项	847.75	1234.28	1550.10	1838.09	ROIC	6.56%	8.06%	8.37%	9.30%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.75%	21.10%	20.28%	19.76%
其他负债	573.54	598.66	635.29	673.59	营运能力				
负债合计	1551.29	1832.93	2185.39	2511.68	总资产周转率	0.30	0.36	0.41	0.46
股本	189.54	1429.63	1429.63	1429.63	固定资产周转率	6.17	5.39	6.08	8.01
资本公积	4262.85	2938.96	2938.96	2938.96	应收账款周转率	3.22	2.88	2.66	2.70
留存收益	773.88	1068.69	1401.58	1814.78	存货周转率	2.20	1.89	1.64	1.69
归属母公司股东权益	5200.01	5437.28	5770.17	6183.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.72%	—	—	—
少数股东权益	194.18	234.18	284.18	344.18	资本结构				
股东权益合计	5394.18	5671.46	6054.34	6527.55	资产负债率	22.34%	24.42%	26.52%	27.79%
负债和股东权益合计	6945.48	7504.39	8239.73	9039.24	带息债务/总负债	34.42%	22.04%	18.48%	16.08%
					流动比率	3.64	3.23	3.03	2.98
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E	速动比率	3.14	2.46	2.30	2.25
EBITDA	382.93	553.98	660.39	785.45	股利支付率	26.36%	14.61%	20.01%	18.79%
PE	73.17	51.72	42.91	35.10	每股指标				
PB	3.31	3.15	2.95	2.74	每股收益	0.17	0.24	0.29	0.36
PS	8.74	6.80	5.48	4.49	每股净资产	3.77	3.97	4.23	4.57
EV/EBITDA	0.29	29.10	24.07	19.95	每股经营现金	0.12	-0.14	0.25	0.26
股息率	0.36%	0.28%	0.47%	0.54%	每股股利	0.05	0.04	0.06	0.07

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。