

电子

2017年08月29日

# 航天电器 (002025)

## ——航天防务龙头潜力积聚，军品业绩高成长拐点可期

报告原因：首次覆盖

### 买入 (首次评级)

市场数据：2017年08月28日

收盘价(元)	21.93
一年内最高/最低(元)	25.2/19.05
市净率	4.3
息率(分红/股价)	1.14
流通A股市值(百万元)	9406
上证指数/深证成指	3362.65/10809.74

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	5.14
资产负债率%	33.76
总股本/流通A股(百万)	429/429
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《新股申购策略报告 20170714》

2017/07/14

《航天电器新股分析》 2004/07/23

证券分析师

周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

研究支持

王贺嘉 A0230116060001  
wanghj@swsresearch.com  
韩强 A0230116080004  
hanqiang@swsresearch.com  
李蕾 A0230117080001  
lilei@swsresearch.com

联系人

王加焯  
(8621)23297818x7508  
wanniw@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司依托航天军工技术先发优势，主业聚焦航天防务高端细分领域，军民融合发展成为一家关键元器件的骨干研制单位。公司隶属于航天科工集团的老牌地空导弹总体研制基地——科工十院，依托雄厚的军工科研资源以及航天防务先发优势，在高端连接器、继电器、微特电机、光电模块以及线缆组件等领域从事研制生产活动，其军品基本覆盖全部装备领域，民品以通讯、家电配套为主，是航天及战略战术武器系统领域的细分市场领先企业。
- 在武器装备费用投入增加、信息化程度提高、核心元器件进口替代加速三重因素驱动下，我国军用电子元器件行业将保持高速增长态势，公司作为产业链稀缺性标的将持续受益。我们认为，新增装备费用将主要集中于导弹、军用飞机和军工电子信息化三大方向，军用电子元器件行业高速增长可期。公司背靠导弹总体单位，具备高门槛行业壁垒、高质量要求产品壁垒和高航天武器装备产品营收占比三大优势，将核心受益行业高增长红利。
- 高端连接器和军用电机双轮驱动公司业绩增长，公司在连接器行业的竞争力量明显领先，微特电机领域有望博弈千亿民用市场广阔空间。当前国内连接器行业集中度不断提升，公司是航天防务连接器领域的龙头，行业进入规模化发展阶段后，公司将具有行业领导者的先发优势；微特电机应用领域广泛，我国微特电机市场空间超过2000亿，公司微特电机业务聚焦军用高端领域，注重核心技术自主研发，产品定位契合电机技术密集型的发展方向。
- 在集团加大资产证券化力度背景下，公司作为航天十院旗下唯一上市公司，体外业绩增厚空间和市值增长潜力较大。航天科工集团资产证券化水平较低，从集团围绕上市公司的资本运作布局与规划的表态来看，集团未来或将充分发挥现有上市公司的资产整合平台优势，加快推进旗下二级单位资产整合和证券化的进程。公司是十院旗下唯一上市公司，集团公告披露，截至2015年末，航天十院总资产169.22亿元，营业总收入104.63亿元，净利润7.22亿元，资产整合空间和估值弹性预期值得重点期待。
- 首次覆盖给予买入评级。我们分析预测，公司17/18/19年的EPS分别为0.71、0.86和1.07元/股，目前股价（8月28日）为21.93元，对应17/18/19年的PE分别为31、26和20倍。选取业务相似的可比公司，对应17/18/19年PE中位值分别为30、22和18倍。公司估值目前接近于可比公司的平均水平，考虑到公司具有高进入壁垒且将核心受益于航天防务领域的需求释放红利，未来业绩高速增长可期，且作为科工十院的唯一上市公司，未来或将存在较高的资产整合预期。因此，首次覆盖给予买入评级。
- 风险提示：公司定期报告业绩风险；军费规模削减、武器装备投入不足；上级主管部门、集团公司以及科工十院的决策风险；军民融合、混改、院所改制等宏观政策风险。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,256	1,272	2,629	3,227	4,145
同比增长率(%)	20.44	15.76	16.50	22.80	28.40
净利润(百万元)	261	149	306	371	461
同比增长率(%)	11.90	18.13	17.30	21.00	24.40
每股收益(元/股)	0.61	0.35	0.71	0.86	1.07
毛利率(%)	35.5	37.9	35.7	36.0	36.4
ROE(%)	12.1	6.8	12.6	13.2	14.1
市盈率	36		31	26	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

航天电器依托雄厚的军工科研资源以及航天防务先发优势，在高端连接器、继电器、微特电机、光电模块以及线缆组件等领域从事研制生产活动，其中 70% 以上的产品销售给航天、航空、电子等领域的高端客户，军品基本覆盖全部军工装备领域，民品以通讯、家电配套为主，是航天及战略战术武器系统领域的细分市场龙头企业。此外，公司隶属于航天科工集团的老牌地空导弹总体研制基地，是科工十院旗下唯一的上市公司。公司于 2017 年 6 月 30 日发布了《关于终止资产重组事项的公告》，尽管目前公司的资本运作预期暂时遇到挫折，但是根据 2017 年 5 月 27 日公布的《航天电器：发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》的有关披露内容，此次交易的主要目的包括将逐步消除航天科工内部在电机业务方面存在的潜在同业竞争、预计实现航天科工电机业务板块的整体上市、利用资本平台推动军民融合深度发展以及拓展完善产业链，增强上市公司综合竞争力。因此我们认为，这一被终止的资产重组交易方案或将是公司进行做大做强战略转型的一次有益尝试，而且在一定程度上向市场表明公司未来将发挥上市公司的平台优势并且优化内、外部资产整合的战略意愿。

我们分析预测，公司 17/18/19 年的 EPS 分别为 0.71、0.86 和 1.07 元/股，目前股价（8 月 28 日）为 21.93 元，对应 17/18/19 年的 PE 分别为 31、26 和 20 倍。选取业务相似的可比公司，对应 17/18/19 年 PE 中位值分别为 30、22 和 18 倍。公司估值目前接近于可比公司的平均水平，考虑到公司具有高进入壁垒且将核心受益于航天防务领域的需求释放红利，未来业绩高速增长可期，且作为科工十院的唯一上市公司，未来或将存在较高的资产整合预期。因此，首次覆盖给予买入评级。

### 关键假设点

1) 公司连接器和电机两大主业发展稳健，现有业务将实现营收规模持续扩张和销售毛利率稳步提升；

2) 国防预算支出规模仍能保持稳步增长，且部分向武器装备领域倾斜，武器装备建设及国产化水平不断提高；

3) 科工集团十三五期间将实质推动资本运营工作和加快资产证券化进程；航天十院深入贯彻集团战略，充分发挥上市平台优势，加大支持所控股上市公司持续发展。

### 有别于大众的认识

1) 市场上对公司未来业绩的成长性通常仅从下游领域做较为中短期的投资分析，但是我们认为，从更加长期的行业发展规律来看待公司连接器和电机业务的未来发展前景。航天电器依托雄厚的军工科研资源以及航天防务先发优势，在高端连接器、继电器、微特电机、光电模块以及线缆组件等领域从事研制生产活动。我国连接器行业的发展阶段目前处于从初创阶段步入规模化阶段的关键时期，整体行业集中度和领先企业的进入壁垒将加速提高，凭借规模效应和研发优势，公司作为细分领域龙头加速成长可期。另

一方面，微特电机行业已经由提供力矩的时代过渡到了具备控制功能的智能化电机时代，未来微特电机将与物联网紧密结合，应用于机器人等领域，发展具有偏向技术密集型的明显趋势；同时随着传统应用领域的盈利水平逐渐下降，高端微特电机国产化替代将成为国内电机厂商下一时期发展的主题，公司在高端产品领域的长期布局和强劲的研发实力与微特电机行业向技术密集型发展的方向非常契合。

2) 基于此次公司终止的资产重组交易方案，市场上对控股股东科工十院和上市公司本身未来是否开展资产整合的预期存在担忧，但是我们认为，科工十院以总资产口径计算的资产证券化率仅为 19%左右，考虑到航天科工集团整体较低的资产证券化率和十三五规划中的明确提出加快推进旗下二级单位资产整合和证券化的进程的发展规划，科工十院作为集团旗下核心二级单位，后续资产证券化进程值得投资者重点关注。不仅如此，航天电器作为十院旗下唯一的上市公司，其作为院内资产整合的上市平台价值或将进一步凸显。公司于 2017 年 6 月 30 日发布了《关于终止资产重组事项的公告》，尽管目前公司的资本运作预期暂时遇到挫折，但是根据 2017 年 5 月 27 日公布的《航天电器：发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》的有关披露内容，此次交易的主要目的包括将逐步消除航天科工内部在电机业务方面存在的潜在同业竞争、预计实现航天科工电机业务板块的整体上市、利用资本平台推动军民融合深度发展以及拓展完善产业链，增强上市公司综合竞争力。因此我们认为，这一被终止的资产重组交易方案或将是公司进行做大做强战略转型的一次有益尝试，而且在一定程度上向市场表明公司未来将发挥上市公司的平台优势并且优化内、外部资产整合的战略意愿。

### 股价表现的催化剂

- 1) 公司拟开发的重点新产品获得客户采购订单、定期披露报告的业绩出现超预期；
- 2) 航天科工集团以及十院的规划文件、重要会议、领导发言及决策等事件催化；
- 3) 涉及军民融合、混改、院所改制等政策发布，周边安全紧张局势超预期变化。

### 核心假设风险

- 1) 国防预算费用削减、武器装备建设投入不足；
- 2) 军民融合、混改、院所改制等宏观政策风险；
- 3) 上级主管部门、集团的决策风险；
- 4) 公司研发进程或业绩水平不达预期等。

## 目录

<b>1. 出身于导弹研制基地，依托航天军工技术优势，军民融合成就一流高科技企业.....</b>	<b>9</b>
1.1 航天科工集团十院旗下上市公司，国内研制军工电子元器件骨干企业.....	9
1.2 高科技业务聚焦军民用高端领域，已形成跨地域且优势互补产业布局.....	10
1.3 营收 CAGR>20%、毛利率筑底平稳以及持续高研发费奠定公司稳健成长.....	14
<b>2. 公司元器件主业具有较高的进入壁垒，有望受益航天防务需求爆发的成长红利.....</b>	<b>19</b>
2.1 受益装备采购、国防信息化与进口替代，军工电子元器件需求爆发可期.....	19
2.2 导弹、军机和 C4ISR 系统是未来军队装备采购的重要方向且临近需求释放拐点.....	21
2.3 军品研制自成体系和航天配套高标准为国有军工企业筑起强大的护城河.....	24
<b>3. 公司航天防务连接器产品极具竞争优势，微特电机军转民潜力大挖掘千亿市场.....</b>	<b>26</b>
3.1 连接器配套航天及战略战术武器系统，国内市场集中度提升的主要获益者.....	26
3.2 微特电机民用市场空间广阔，公司产品聚焦高端契合技术密集型发展方向.....	29
<b>4. 航天科工集团十院旗下唯一上市公司，彰显资产整合的稀缺平台价值.....</b>	<b>31</b>
4.1 航天科工集团：资产证券化空间较大，资本运作进程或将明显提速.....	31
4.2 航天科工十院：国内老牌地空导弹研制基地，改革有望迈出实质步伐.....	34
4.3 航天电器：航天科工十院旗下唯一上市公司，内生与外延资产整合预.....	

期值得重点关注 .....	36
<b>5.盈利预测及投资评级 .....</b>	<b>38</b>
<b>6. 附件 .....</b>	<b>41</b>
6.1 公司盈利预测补充表格 .....	41

## 图表目录

图 1: 航天科工集团旗下航天科工十院是公司的实际控制人 .....	9
图 2: 经过历次重组, 公司形成军民融合、定位高端的高科技军工配套骨干企业	10
图 3: 航天电器产品覆盖航天、航空、电子、船舶、通信等高端领域 .....	11
图 4: 走出贵阳, 布局全国, 已形成跨地域的产业集团布局 .....	11
图 5: 公司下属子公司定位清晰, 已形成“一个研发中心, 多个生产基地”组织架构 .....	11
图 6: 苏州华旗和贵州林泉在公司营收中占比已超过 50% .....	12
图 7: 苏州华旗最近 5 年营收 CAGR 超过 25% .....	13
图 8: 贵州林泉最近 5 年营收 CAGR 超过 24% .....	13
图 9: 公司过去五年营收 CAGR>20%.....	14
图 10: 公司过去五年归母净利润 CAGR<15% .....	14
图 11: 连接器和微特电机共占公司 85%以上营收 .....	15
图 12: 连接器对公司毛利润的贡献高达 68% .....	15
图 13: 连接器和微特电机两大主业成为驱动公司营收增速上升的主力 .....	15
图 14: 公司毛利率稳定在 35%以上, 与同行比有明显领先优势 .....	16
图 15: 公司人均营业收入水平在可比公司中居首位 .....	16
图 16: 受成本上升因素影响, 公司毛利率呈现逐年下降的趋势 .....	16
图 17: 公司外部成本占总成本比重较高.....	17
图 18: 继电器业务成本上升主因为内部成本及比例均上升.....	17
图 19: 连接器业务成本上升的主要原因为内部成本及比例均上升 .....	17
图 20: 电机业务成本上升的主要原因为外部成本及比例上升 .....	17
图 21: 固定资产周转率上升势头明显 .....	18
图 22: 存货周转率明显改善 .....	18
图 23: 公司三费率呈下降趋势, 管理费用占比最大 .....	18
图 24: 公司管理费用中研究开发费占比最大.....	18
图 25: 公司研发投入营收占比常年>8%, 有效保障公司高盈利水平.....	19
图 26: 受益于装备采购、国防信息化与进口替代, 军工电子元器件需求爆发可期	20
图 27: 预计未来 10 年我国国防预算增速将保持在 7%左右 .....	20

图 28: 我国国防费用分为人员生活费、训练维持费、装备费三部分 .....	20
图 29: 影响军工行业的四个因素军机核心驱动力 .....	22
图 30: 中国战斗机装备量近半为第二代战斗机 .....	22
图 31: 美国战斗机均为先进第三代、第四代战机 .....	23
图 32: 美军战机与作战支援飞机的比例是 1:1.89, 远高于中国 .....	23
图 33: 我军信息化水平处于美军 1996 年-2010 年阶段, 预计 2025 年达到美军 2020 年 信息化水平 .....	24
图 34: 导弹武器装备科研生产体系职能域分析示意图 .....	25
图 35: 全球连接器市场五年 CAGR 为 2.29% .....	27
图 36: 中国连接器市场五年 CAGR 为 7.83% .....	27
图 37: 2011 年中国连接器市场全球市占率 23% .....	27
图 38: 2016 年中国连接器市场全球市占率 30% .....	27
图 39: 国内连接器排名前五公司市占率合计不到 25%, 仍有较大的提升空间 ...	28
图 40: 国内连接器市场仍处于规划化阶段的初期 .....	28
图 41: 2014 年电机行业收入接近 8000 亿元 .....	29
图 42: 中国微特电机市场 6 年复合增速 18% 以上 .....	30
图 43: 微特电机应用领域较广 .....	30
图 44: 公司电机产品主要应用于航空航天领域 .....	31
图 45: 航天科工集团典型武器装备系统隆重亮相 9.3 抗战阅兵式 .....	32
图 46: 中国航天科工集团公司成员单位的组织架构简图 .....	32
图 47: 总资产口径资产证券化率排名倒数第一 .....	33
图 48: 净资产口径资产证券化率排名倒数第一 .....	33
图 49: 营收口径资产证券化率排名靠后 .....	33
图 50: 净利润口径资产证券化率排名靠后 .....	33
图 51: 航天科工十院旗下主要生产研究成员单位 .....	35
图 52: 航天科工十院前身为 061 基地, 2015 年转型升级为航天科工十院 .....	35
图 53: 以 2013 年财务数据计算的集团下属四个二级单位的资产证券化率柱状图	36
图 54: 以 2015 年财务数据计算的集团下属四个二级单位的资产证券化率柱状图	36
图 55: 航天十院体外资产有较大想象空间 .....	37
图 56: 领导层对于资本运作及产业规划有经验可循 .....	37

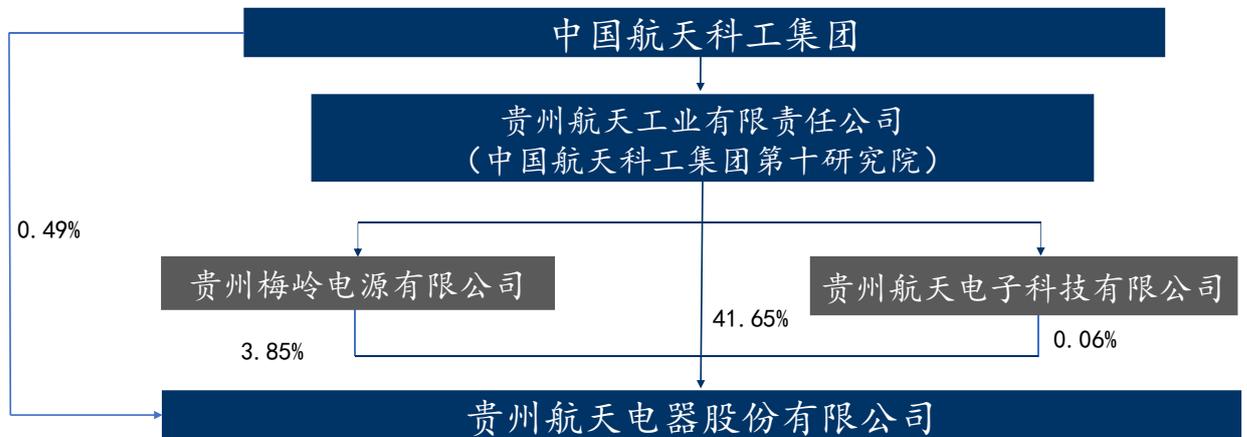
表 1: 公司在电子元器件行业排名第 20 名, 连接器行业排名第 4 名 .....	9
表 2: 公司产品与可比公司同类产品单价对比 .....	17
表 3: 媒体报道近两年演习中导弹发射数量明显增多 .....	22
表 4: 国内连接器行业主要参与者 .....	28
表 5: 国内微特电机上市公司大多专注家电领域 .....	30
表 6: 航天科工集团近年关于资产整合和资本运作的发展规划与重要会议 .....	34
表 7: 本次资产重组标的大部分为十院微特电机相关资产 .....	38
表 8: 公司利润表摘要及盈利预测 .....	38
表 9: 航天电器的业绩拆分表及其关键预测参数 .....	39
表 10: 航天电器 (002025.SZ) 可比公司估值表 .....	40
表 11: 航天电器预测利润表简表 .....	41
表 12: 航天电器预测合并资产负债表简表 .....	41
表 13: 航天电器预测现金流量表简表 .....	42

# 1. 出身于导弹研制基地，依托航天军工技术优势，军民融合成就一流高科技企业

## 1.1 航天科工集团十院旗下上市公司，国内研制军工电子元器件骨干企业

公司航天背景纯正，多年发展聚焦航天军工领域，是具有显著影响力和竞争力的一流高科技企业，是我国航天军工电子元器件行业的领先企业。公司是中国航天科工集团旗下上市公司，在高端连接器、继电器、微特电机、光电、线缆组件、二次电源、控制组件和遥测系统等领域从事研制生产和技术服务，是国内集科研、生产于一体的电子元器件骨干企业之一。产品广泛应用于航空、航天、船舶、兵器、核能、电子、通讯、医疗、轨道交通、能源装备、网络设备、家用电器、以及新能源汽车等各个领域。近年来，先后承担了载人航天、探月、北斗、大飞机和高分辨率对地观测系统等国家重大工程和重大专项配套产品研制生产任务。2016年第29届电子元件百强企业中，公司以18.73亿元的营收排名第20位，在连接器厂商中排名第4。

图 1：航天科工集团旗下航天科工十院是公司的实际控制人



资料来源：公司年报、申万宏源研究

表 1：公司在电子元器件行业排名第 20 名，连接器行业排名第 4 名

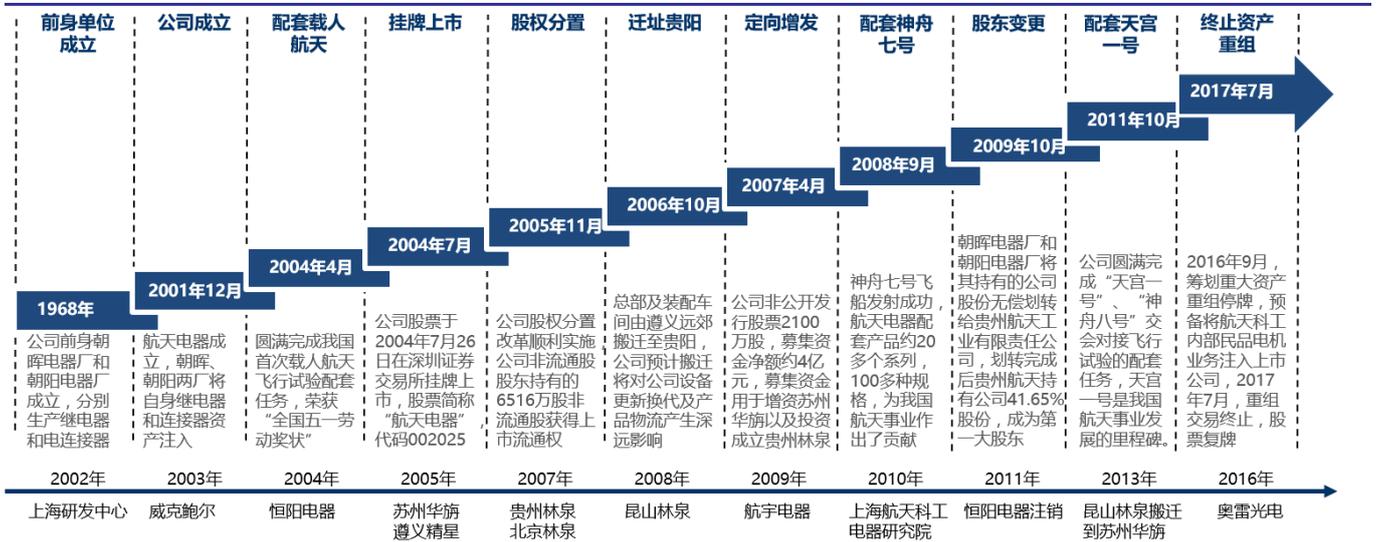
排名	公司名称	公司产品	排名	公司名称	公司产品
1	亨通集团有限公司	光电线缆	11	广东生益科技股份有限公司	覆铜板
2	中天科技集团有限公司	光电线缆	12	长飞光纤光缆股份有限公司	光电线缆
3	瑞声科技控股有限公司	电声器件	13	浙江富春江通信集团有限公司	光电线缆
4	富通集团有限公司	光电线缆	14	江苏俊知技术有限公司	光电线缆
5	歌尔股份有限公司	电声器件	15	横店集团东磁有限公司	磁性材料
6	永鼎集团有限公司	光电线缆	16	中山大洋电机股份有限公司	微特电机
7	立讯精密工业股份有限公司	连接器	17	广东东阳光科技控股股份有限公司	电容器用电极箔

8	潮州三环（集团）股份有限公司	陶瓷插芯	18	深圳市得润电子股份有限公司	连接器
9	厦门宏发电声股份有限公司	继电器	19	浙江长城电工科技股份有限公司	光电线缆
10	中航光电科技股份有限公司	连接器	20	贵州航天电器股份有限公司	连接器

资料来源：光电缆网、申万研究

历经多年发展，公司形成一流高科技军工配套骨干企业，形成了连接器、微特电机、继电器和光通信器件的主营业务结构。航天电器的前身是于1968年筹建的朝晖电器厂和朝阳电器厂，2001年末朝晖电器厂和朝阳电器厂改制，成立了贵州航天电器股份有限公司，2004年公司成功上市，2005年公司完成了股权分置改革。2007年4月，公司增资苏州华旂以及投资成立贵州林泉，形成了连接器和微特电机两大主业。2009年，朝晖电器厂和朝阳电器厂将其持有的公司股份无偿划转给贵州航天工业有限责任公司（即航天十院），转让后航天十院成为第一大股东，航天科工集团为公司实际控制人。2016年公司收购江苏奥雷，至此公司业务形成了连接器、微特电机、继电器和光通信器件的主营业务结构。

图 2：经过历次重组，公司形成军民融合、定位高端的高科技军工配套骨干企业

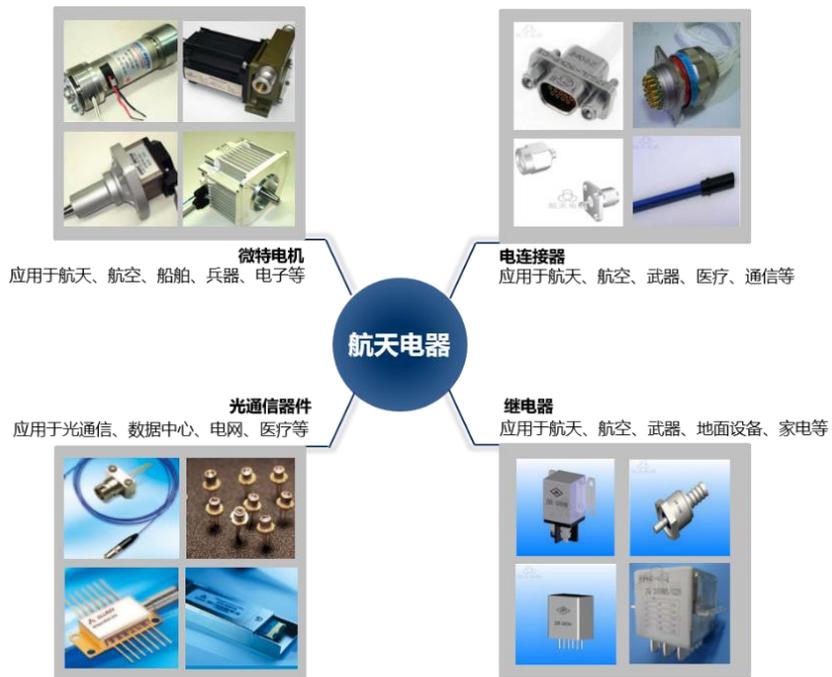


资料来源：公司公告、公司官网、申万宏源研究

## 1.2 高科技业务聚焦军民用高端领域，已形成跨地域且优势互补产业布局

航天电器主营业务包括连接器、微特电机、继电器、光通信器件，下游应用聚焦高端领域，涵盖航天、航空、电子、船舶、通信军民用高端领域等。公司连接器产品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、密封连接器等；微特电机指尺寸较小的具有特殊用途的一类电机，公司微特电机主要品种为伺服电机、无刷直流电机、直流力矩电机、永磁直流系列电机等；公司的继电器产品有密封电磁继电器、温度继电器、平衡力继电器等品种；光通信器件为公司2016年新增业务范围，包括各种激光器、探测器、光收发一体化组件和模块等系列产品。公司产品中的70%以上销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户，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。

图 3：航天电器产品覆盖航天、航空、电子、船舶、通信等高端领域



资料来源：公司官网、航天十院官网、江苏奥雷官网、申万宏源研究

航天电器旗下 8 个子分公司地域分布较广，形成了跨地域、集团化经营的组织架构。其中，威克鲍尔是专业化锂电池生产企业，产品用于手机及其它领域；苏州华旌主营业务连接器、线缆、继电器，是公司通信、交通用连接器生产基地；遵义精星负责生产各类零部件，是公司零部件生产加工基地；贵州林泉产品包括各类电机、二次电源灯，是公司的精密微特电机生产基地；苏州林泉主营特种电机、民用永磁直流电机，承接原计划于贵州林泉的特种电机及抽油机项目；航宇电器是专业从事电连接器、金属封装外壳等元件的生产企业，具有军工产品生产资质；上海研究院为公司生产基地提供技术服务和技术支持；江苏奥雷主营业务有源光器件和光电子产品，为公司开拓了光通信器件这一新的业务领域。

图 4：走出贵阳，布局全国，已形成跨地域的产业集团布局



资料来源：公司官网、申万宏源研究

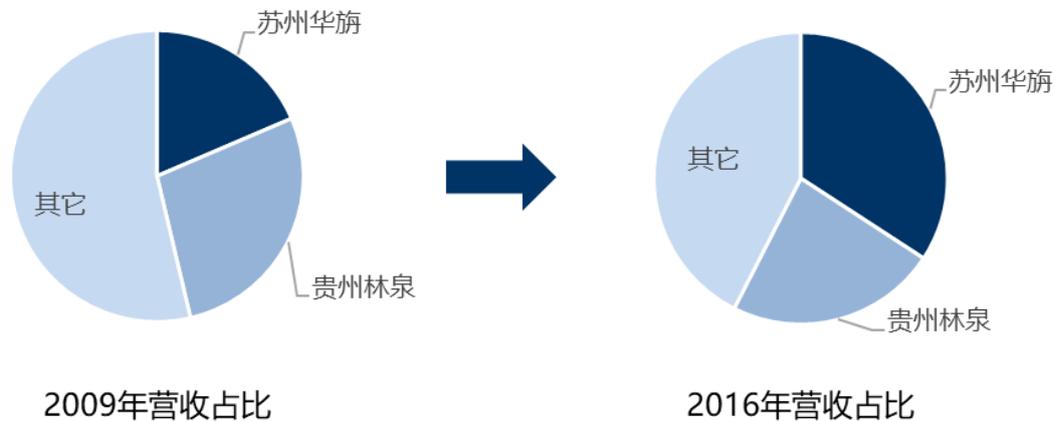
图 5：公司下属子公司定位清晰，已形成“一个研发中心，多个生产基地”组织架构



资料来源：公司公告、公司官网、申万宏源研究

从业务发展及资本运作角度来看，苏州华旂、贵州林泉、江苏奥雷是三家值得重点关注的子公司。从营收规模和战略布局上来看，苏州华旂和贵州林泉是对公司整体业绩影响最大的两家子公司，分别从事公司两大核心主业连接器和微特电机，是公司最重要的两家子公司；江苏奥雷是公司在外延并购上的突破性进展，且承担公司重要新增业务光通信器件，同样值得关注。

图 6：苏州华旂和贵州林泉在公司营收中占比已超过 50%

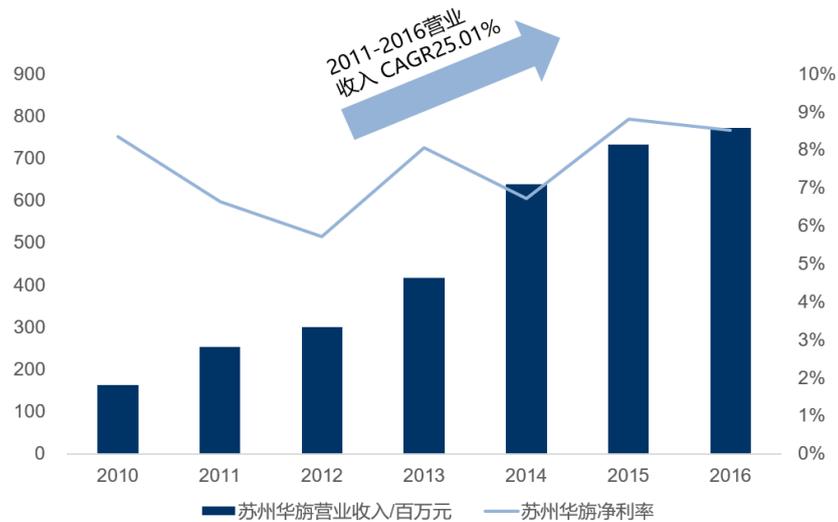


资料来源：公司公告、申万宏源研究

#### （一）苏州华旂——公司第二大生产基地，业绩实现高增长

苏州华旂是航天电器在苏州的生产基地，目前产品包括连接器、继电器，配套军品及通讯、机车、医疗、家电等民用领域配套，最近 5 年营收复合增速超过 25%，净利润增速超过 30%。2005 年，航天电器与朝晖厂、朝阳厂等单位共同投资成立了苏州华旂航天电器有限公司，公司出资 60%。苏州华旂成立时定位为通讯、交通用连接器生产基地，目前，苏州华旂拥有温度继电器、保护器、D 系列连接器、毫米波连接器、高速 PCB 连接器等产品系列，广泛应用于航天、航空、电子、兵器、船舶等军工行业型号系统的配套及通讯、机车、医疗、家电等民用领域配套，已成为公司在苏州的生产基地。最近 5 年，苏州华旂营业收入复合增长率超过 25%，净利润复合增长率约 31.42%，2013 年其营收进入为期两年的增长高潮，原因是航天电器对苏州华旂的投资项目于 2013 年全部完成，对其产能提升有显著的成效。

图 7：苏州华旗最近 5 年营收 CAGR 超过 25%

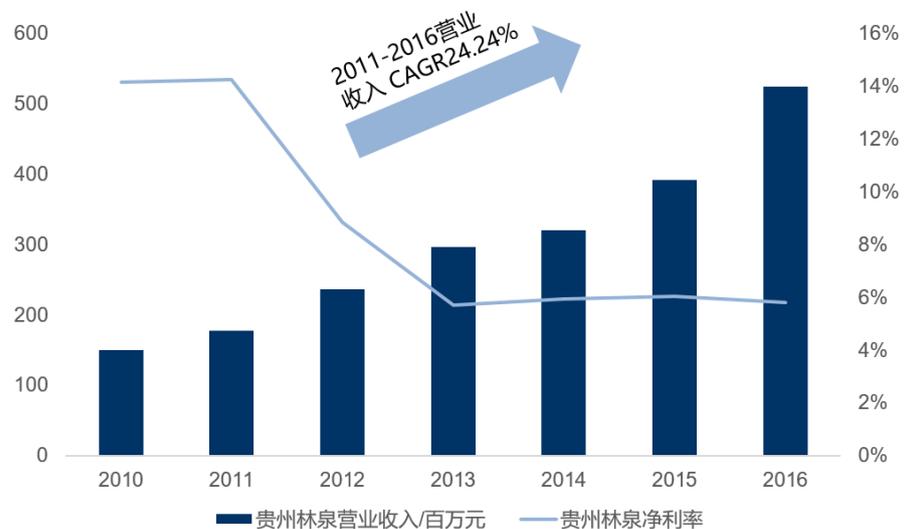


资料来源：公司年报、申万宏源研究

(二) 贵州林泉——精密微特电机研制与工程应用的龙头企业

贵州航天林泉电机有限公司是集研制、规模化生产为一体的高科技企业，是航天电器精密微特电机生产基地。公司产品包括军用微电机和特种电机，配套航天、航空、船舶、兵器、电子等其他高技术领域，定增投资助力公司营收 5 年复合增速约 24%。贵州林泉由公司 与林泉电机厂共同投资成立，定位为公司的精密微特电机生产基地。贵州林泉产品包括军用微电机和特种电机，应用领域覆盖所有航天型号，此外还成功配套在航空、船舶、兵器、电子等其他高技术领域。最近 5 年，贵州林泉营收实现 24.24% 的年复合增长率，受参股公司业绩亏损以及成本上升等因素影响，林泉电机净利润增长水平不如营收增长水平，但 2013 年航天电器对贵州林泉的投资建设完毕后，公司净利实现了连续三年增长，2016 年净利润 3040 万元，同比增长 28%。

图 8：贵州林泉最近 5 年营收 CAGR 超过 24%



资料来源：公司年报、申万宏源研究

### （三）江苏奥雷——实现绝对控股，布局光电模块产业链

江苏奥雷是航天电器在光通信器件领域的重要子公司，是公司在外延并购上的突破性布局，2016 年上半年业绩超出全年业绩承诺。航天电器从 2012 年开始致力于有源及无源光器件的研发，直至 2016 年 4 月，公司签署协议书，投资收购江苏奥雷 63.83% 股权，公司业务才正式拓展至光器件领域，江苏奥雷是公司在光通信期间领域的重要布局。江苏奥雷另一重要股东中国奥雷承诺江苏奥雷 2016/2017/2018 年净利润不低于 900/1300/1800 万元，2016 年下半年江苏奥雷开始纳入合并报表范围，下半年实现净利润 910 万元，大幅超出承诺业绩。

## 1.3 营收 CAGR>20%、毛利率筑底平稳以及持续高研发费奠定公司稳健成长

（一）公司过去五年营收 CAGR>20%、业绩 CAGR<15%，主要贡献来源于连接器和微特电机业务

航天电器上市以来营业收入持续增长，近五年 CAGR 超过 20%，归母净利润连续 9 年保持正增长，受毛利率下行影响，增速低于营业收入。自 2005 年上市以来，公司营业收入持续增长，近五年复合增速达到 21.27%；受产品结构调整带来的毛利率下行影响，公司归母净利润同比增速低于营业收入增速，但也保持了自 2008 年以来连续 9 年增长，最近 5 年复合增速达到 13.89%。

图 9：公司过去五年营收 CAGR>20%



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 10：公司过去五年归母净利润 CAGR<15%

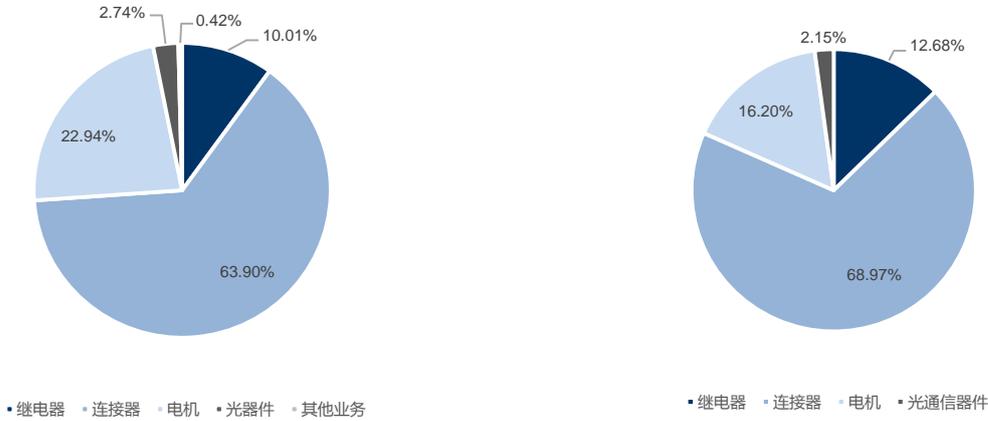


资料来源：Wind、申万宏源研究

连接器及微特电机是目前公司的两大支柱业务，构成了公司业绩增长的核心驱动力。1) 从业务结构上来看，连接器和微特电机两项业务共为公司贡献了约 85% 的营收和毛利润。连接器和微特电机营收在公司中分别占比 63.90% 和 22.94%；在公司毛利润中占比分别为 68.97% 和 16.20%，两项业务总共为公司贡献了约 85% 的营业收入和毛利润。2) 从公司营收规模及增长绝对值来看，连接器和微特电机业务贡献公司大部分营收增长。2016 年连接器

和微特电机两项业务以约 85%的总营收占比贡献了 87.43%的营收增长，最近五年连接器业务和微特电机业务营收年复合增长率分别为 23.65%和 21.97%，均超过公司整体营收增速。

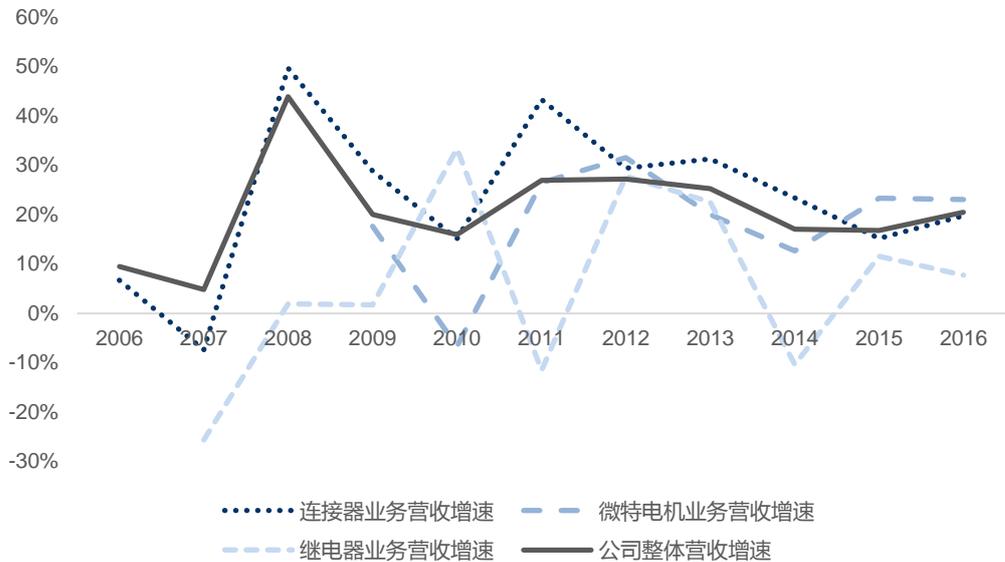
图 11: 连接器和微特电机共占公司 85%以上营收      图 12: 连接器对公司毛利润的贡献高达 68%



资料来源: Wind、申万宏源研究

资料来源: Wind、申万宏源研究

图 13: 连接器和微特电机两大主业成为驱动公司营收增速上升的主力

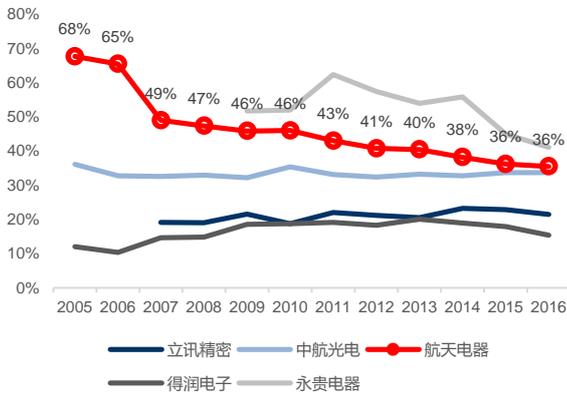


资料来源: 公司年报、申万宏源研究

(二) 公司毛利率过去逐年下降但目前趋于平稳，随着管理建设的加强，预计未来公司盈利能力有望筑底回升

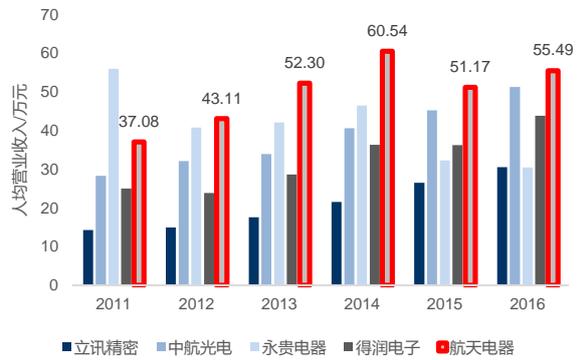
公司毛利率过去几年一直处于下降趋势，但仍然具有领先行业的毛利率和人均营业收入水平。公司毛利率一直处于较高水平，趋势上呈现逐年下降的状态，但与可比公司相比仍然具有领先优势，2016 年公司毛利率约 35.54%；公司人均营业收入领先行业，2016 年人均营业收入高达 55.49 万元，在可比公司中优势明显。

图 14: 公司毛利率稳定在 35% 以上, 与同行比有明显领先优势



资料来源: 公司年报、申万宏源研究

图 15: 公司人均营业收入水平在可比公司中居首位

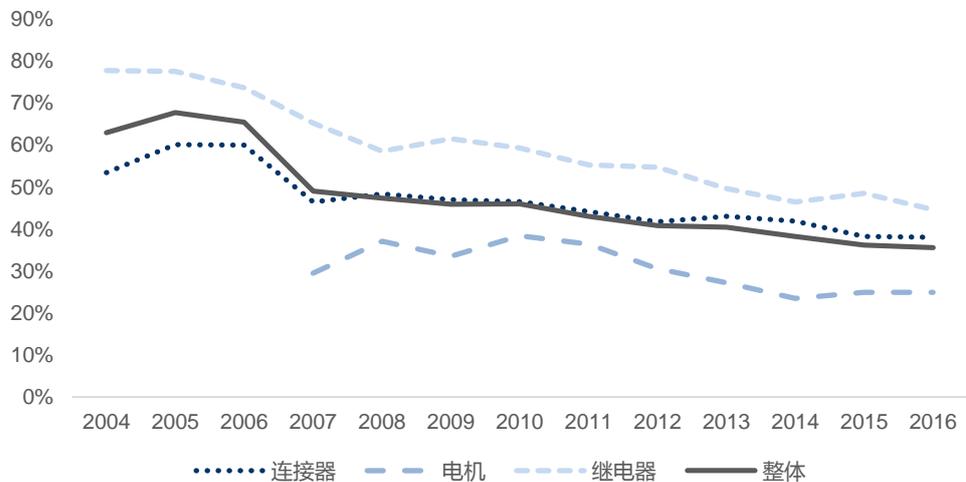


资料来源: 公司年报、申万宏源研究

公司各项业务毛利率均呈现下降趋势, 下行压力主要来自于成本上升。毛利率下行的原因可以从价格和成本两端分析: 从价格上来看, 公司连接器业务单价最近五年没有明显的下降趋势, 而同期可比公司产品降价趋势明显, 继电器业务方面, 公司继电器业务单价呈现上升的趋势, 且显著高于继电器龙头企业的产品单价, 公司继电器业务价格端因素可以排除, 电机业务从 2013 年开始价格也较为稳定, 同期可比公司电机单价有下降趋势。综合上述比较, 可以判断公司毛利率下行的压力不在于价格端。

整体来看, 公司外部成本占比近年来逐步提升, 内部成本占比近三年呈下降趋势。继电器业务成本近年上升主要来源于继电器业务内部成本及占比双上升。连接器业务成本, 电机业务成本近几年成本呈上升趋势。连接器业务内部成本及占比均上升导致连接器业务总体成本上升, 电机业务成本上升主要来源于电机业务外部成本及比例均上升。具体而言, 继电器业务板块, 原材料和外协加工占业务总体营收比率基本稳定, 成本上升的主要原因在于人工和制造费用; 连接器板块, 原材料和外协加工是业务成本上升的主要原因; 电机业务板块, 原材料和外协加工是该项业务成本上升的主要原因。

图 16: 受成本上升因素影响, 公司毛利率呈现逐年下降的趋势



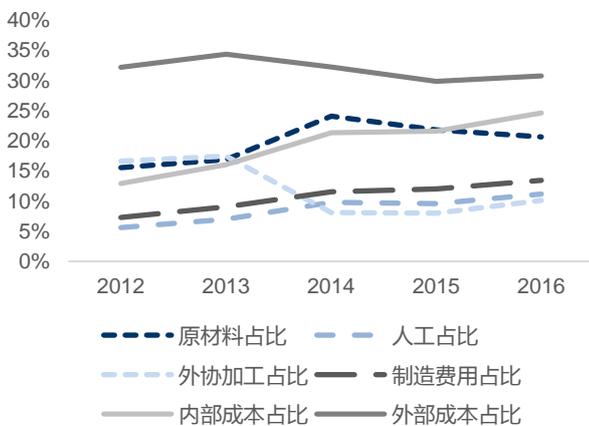
资料来源: 公司年报、申万宏源研究

表 2: 公司产品与可比公司同类产品单价对比

单价(元)	航天电器继电器	宏发股份继电器	航天电器连接器	中航光电连接器	航天电器电机	大洋电机产品
2011	11.54	/	8.94	77.39	17237.90	74.42
2012	19.11	/	7.30	57.66	17626.95	74.30
2013	18.08	/	7.28	70.97	11934.25	71.80
2014	16.12	/	7.43	49.13	11054.77	69.61
2015	23.74	3.20	7.89	40.96	10754.30	70.93
2016	21.36	3.32	7.85	14.98	11175.27	62.40

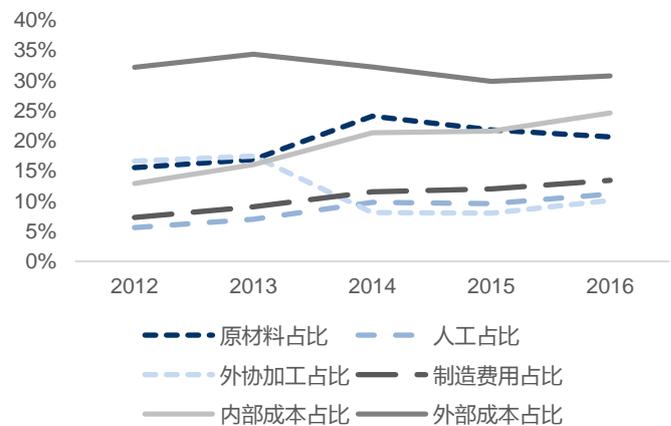
资料来源: Wind、公司年报、申万宏源研究

图 17: 公司外部成本占总成本比重较高



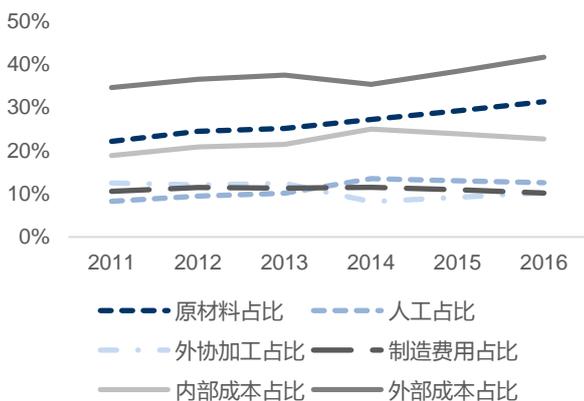
资料来源: 公司年报、申万宏源研究

图 18: 继电器业务成本上升主因为内部成本及比例均上升



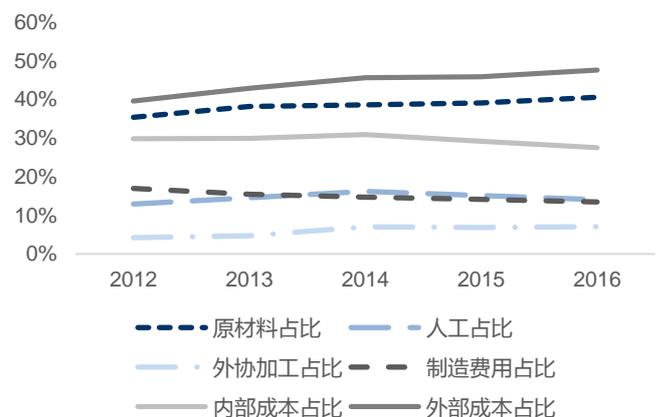
资料来源: 公司年报、申万宏源研究

图 19: 连接器业务成本上升的主要原因为内部成本及比例均上升



资料来源: 公司年报、申万宏源研究

图 20: 电机业务成本上升的主要原因为外部成本及比例上升

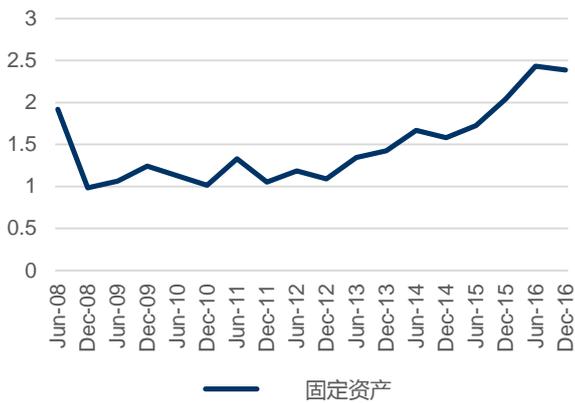


资料来源: 公司年报、申万宏源研究

随着公司供应链管理建设的推进, 盈利水平有望稳定在高位。2015 年, 公司开始系统策划集团化供应链管理工作, 并于 2016 年达成短期预期降本目标, 预计随着公司内控水平和采供管理的持续推行, 公司盈利能力将稳定在领先行业的水平。根据 2017 上半年公司年

报，公司表示已成立新一届供应商管理委员会，按照集团化供应链管理要求，组织对大宗物料进行招标，并首次进行了大规模的零部件招标，降本增效成绩明显。公司自动化能力逐步提升，完成上线自动化设备 44 台，提质增效成果显著：智能制造项目按节点推进，有效保障公司基础工艺管理、生产效率、产品质量的提升。从经营效率的财务指标来看，公司近五年经营效率有所改善，存货周转率、固定资产周转率均有大幅提升。固定资产周转率 08 年到 12 年趋势平稳，13 年开始上升趋势明显。存货周转率 08 年到 12 年小幅上升，13 年开始至今有明显改善。

图 21: 固定资产周转率上升势头明显



资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 22: 存货周转率明显改善

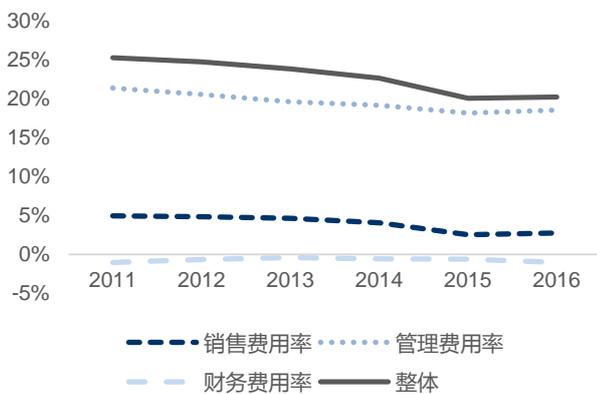


资料来源：公司年报、申万宏源研究

(三) 公司研发投入营收占比常年>8%，有效保障公司高盈利水平

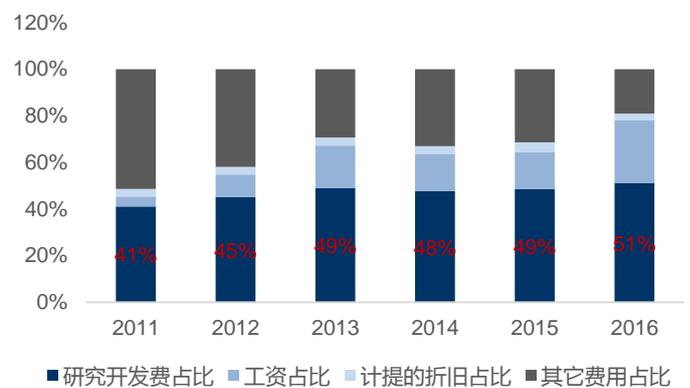
公司三费率呈现明显的下降趋势，管理费用是三费中的主要部分，经分拆发现，在公司管理费用中研究开发费占比最大。公司三费率从 2011 年的 25.22% 下降到了 2016 年的 20.20%，其中最主要的部分是管理费用，管理费用率从 2011 年的 21.33% 下降到了 2016 年的 18.51%。管理费用中，占比最大的是研究开发费，从 2011 年起在管理费用中的占比逐年上升，目前已经超过一半，占比 51.17%。

图 23: 公司三费率呈下降趋势，管理费用占比最大



资料来源：公司年报、申万宏源研究

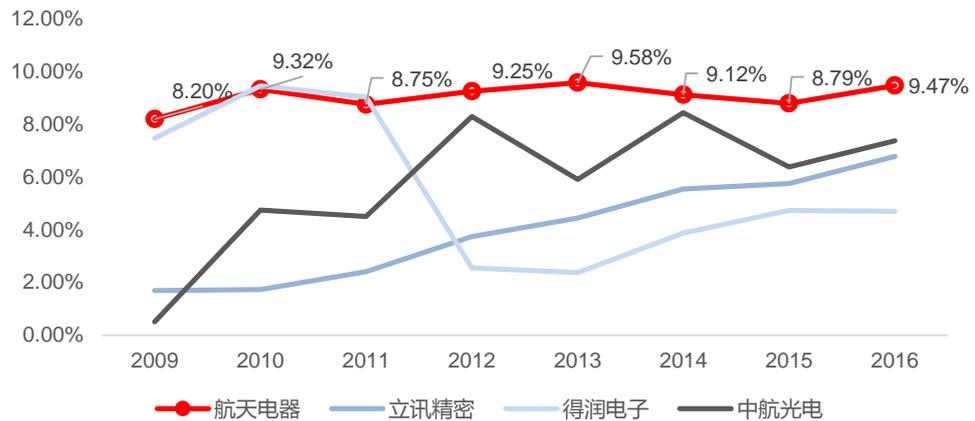
图 24: 公司管理费用中研究开发费占比最大



资料来源：公司年报、申万宏源研究

公司研发投入保持领先行业的水平，与公司立足航天军工领域的业务布局形成契合，支撑公司高盈利水平。公司对研发重视程度很高，常年保持 8% 以上的研发投入在营业收入中的占比，这一比例在可比公司中处于绝对领先的高位。2016 年，公司研发费用占营收比率为 9.47%，比 2015 年提升了 0.68%。航天电器主要下游为航天军工领域，客户具有需求个性化、性能要求严苛等特点，公司重视研发的经营战略与立足航天军工的业务布局形成契合，对公司持续的高盈利水平是强有力的支撑。

图 25：公司研发投入营收占比常年 > 8%，有效保障公司高盈利水平



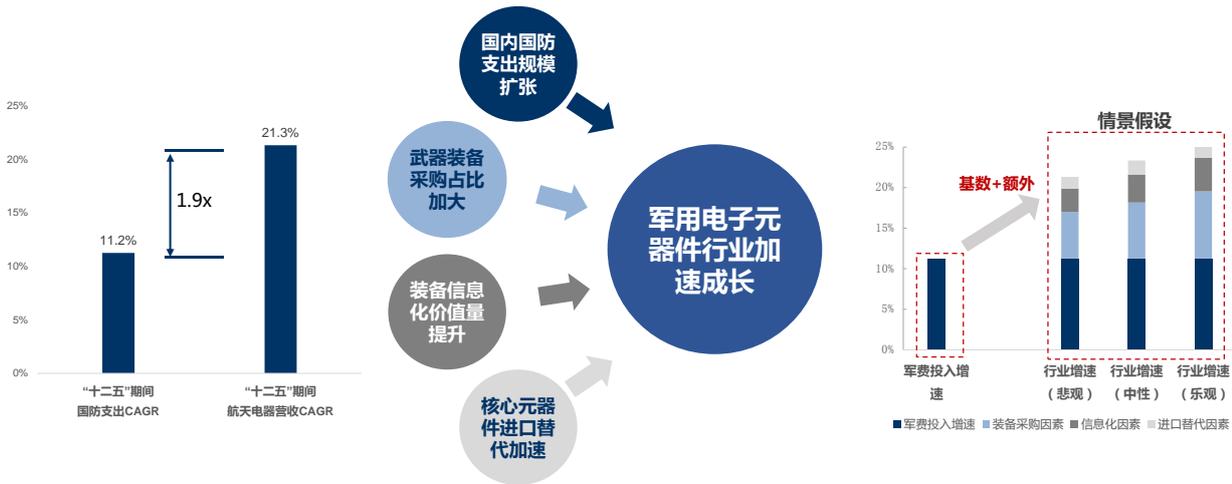
资料来源：公司年报、申万宏源研究

## 2. 公司元器件主业具有较高的进入壁垒，有望受益航天防务需求爆发的成长红利

### 2.1 受益装备采购、国防信息化与进口替代，军工电子元器件需求爆发可期

我们认为，公司未来将充分受益于军工电子元器件行业加速发展所带来的红利。原因有两层：第一层，未来国防预算总额预计将继续以 7% 的增速稳定增长，据新华网报道，当前深化国防和军队改革，全面实行改革强军、科技兴军战略，中国国防经费投向的重点是优化武器装备规模结构，发展新型武器装备，这为武器装备行业市场增长打下了基础。第二层，军队建设发展十三五规划纲要提出，到 2020 年，军队要基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，随着这一目标时间节点的临近，武器装备信息化建设速度或将加快，使得军工电子元器件的需求也将持续增长。此外，军工电子元器件领域国产化率的提高，也将带动整个行业需求的增长。我们认为，公司作为航天武器装备产业链稀缺性标的，在高门槛行业壁垒、高质量要求产品壁垒和高航天武器装备产品营收占比三重优势支撑下，有望持续受益于军工电子元器件行业增长红利，业绩有望实现中高速增长。

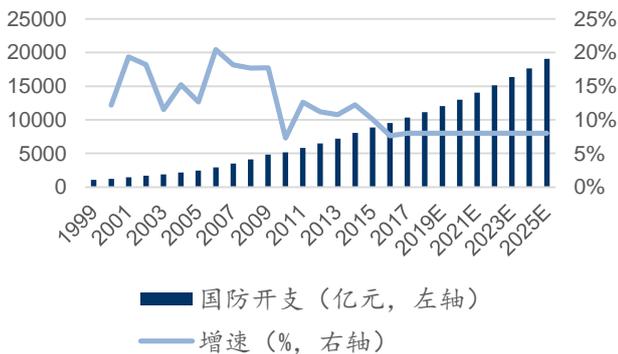
图 26: 受益于装备采购、国防信息化与进口替代, 军工电子元器件需求爆发可期



资料来源: 国家统计局、公司年报、申万宏源研究

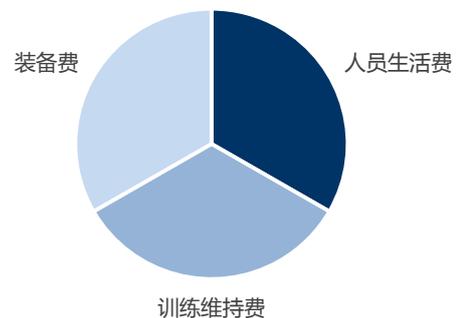
2017 年国防预算突破万亿大关, 习近平在全军装备会议讲话强调武器装备重要性。2017 年中国国防预算总额为 10443.97 亿元, 同比增长 7%, 在 GDP 中所占比重为 1.3%, 与近年水平持平。据《2010 年中国的国防》白皮书中介绍, 我国国防经费主要由人员生活费、训练维持费和装备费三部分构成, 三部分各占三分之一左右。2014 年, 习近平在全军装备工作会议上发表重要讲话, 指出当前和今后一个时期是我军装备建设的战略机遇期, 也是实现跨越式发展的关键时期。要坚持体系建设思想, 统筹各军兵种装备发展, 加强标准化、系列化、通用化建设, 不断完善和优化装备体系结构, 在填补体系空白、补齐短板弱项上下功夫, 以网络信息体系为抓手, 推动我军信息化建设实现跨越式发展。在这一核心原则的指导下, 我们预计, 我国未来国防预算结构性支出有望向装备采购费用持续倾斜, 以加速我国武器装备现代化、信息化进程。

图 27: 预计未来 10 年我国国防预算增速将保持在 7% 左右



资料来源: 中国统计年鉴、申万宏源研究

图 28: 我国国防费用分为人员生活费、训练维持费、装备费三部分



资料来源: 国防部、申万宏源研究

武器装备信息化程度提高, 信息化成本占武器装备价值量比重持续上升。随着我国国防军队现代化建设进程的不断深入, 以及军队信息化建设的持续推进, 一大批新型武器装

备相继列装部队，这些新型武器装备普遍具有信息化程度高、精确打击能力强等特点，成为加快军队信息化建设进程的中坚力量。以美军新装备第三代战斗机 F-16 和第四代战斗机 F-35 为例，F-16 战斗机中航电系统占整机成本比例为 6.11%，而具备网络中心战能力的第四代战机 F-35 的航电系统成本占比上涨 1.6 倍，约占整机的 16%，可见随着信息化程度提高，武器装备信息化成本占整机价值量比重显著持续上升，由此带来的对军工电子元器件的需求也将持续增长。

军用电子元器件事关国家安全，政策要求 2025 年国产化率达到 70%。工信部在在对外发布的《2015 年工业强基专项行动实施方案》指出，通过 10 年左右的努力，力争实现 70% 的核心基础零部件（元器件）、关键基础材料自主保障，部分达到国际领先水平。《中国制造 2025》中也明确规划，到 2020 年，40% 的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，到 2025 年，70% 的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，80 种标志性先进工艺得到推广应用，部分达到国际领先水平。军用电子元器件广泛应用于导弹、军机、舰艇、军用卫星等核心武器装备，进口依赖度过高将导致在战时出现“断供”情况，后果不堪设想，因此军工电子元器件国产化替代也将成为行业另一强力增长点。

## 2.2 导弹、军机和 C4ISR 系统是未来军队装备采购的重要方向且临近需求释放拐点

### （一）导弹行业：海空军武器平台相继列装、部队训练实战实弹化双重因素驱动导弹配套需求

随着国防军队现代化建设进程的不断推进，承担着信息化、体系化作战先锋作用的海空军以及陆军航空兵建设速度不断加快，导弹需要武器平台方能发挥精确打击的作战效能，因此其需求释放更具成长性和爆发性。现代海军主要装备防空导弹和巡航导弹，其发射平台包括水面舰船、常规动力潜艇以及核动力潜艇，随着海军国产航母和大型远洋驱逐舰首舰相继于今年年初下水，同时航母编队建设牵引新一轮大吨位远洋舰艇和舰载机研产高峰，海军舰艇对防空导弹和巡航导弹的配套需求将加速释放。现代空军主要装备巡航导弹和空空导弹，其发射平台包括战斗机、战斗轰炸机、远程轰炸机以及攻击无人机等各类空中飞行器，而每一台飞行器上装备多枚导弹，故随着空军多型号新战机相继完成定型试飞并开始列装部队，空军对空空导弹和巡航导弹的配套需求也将加速释放。

从装备消耗层面来看，和平时部队训练实战实弹化是带动导弹需求增长的另一核心驱动因素。中央军委于 2014 年初印发《关于提高军事训练实战化水平的意见》，系统提出当前和今后一个时期提高军事训练实战化水平的指导思想。2015 年，国防部发布的《军事战略白皮书》中也专门提到要提高军事训练实战化水平，深入开展基于实战需求的模拟实景训练、基于信息技术的模拟仿真训练、符合实战标准的实兵对抗训练，建立健全训练监察督察制度，努力使训练和实战达到一体化。《加强实战化军事训练暂行规定》于 2017 年 1 月 1 日正式实施，进一步统一了全军对实战化军事训练的认识，强调了实战化军事训练是从实战需要出发从难从严进行的训练。通过权威媒体近年的报道，我国导弹试射数量较之

前明显增多。这些贴近实战化的实弹演练在提升部队战斗力的同时，促进装备的合理消耗，并由此带动对导弹需求的持续增长。

表 3：媒体报道近两年演习中导弹发射数量明显增多

时间	媒体	相关报道
2017 年 5 月	新华社	近年来，火箭军组织 40 余次重大演训任务，参加 30 多场联合训练，发射导弹数百发，采集各类作战训练数据百万余条
2016 年 12 月	央视	2016 年，组织“天剑”系列实弹发射、战役演习 20 多场，发射各型导弹近百枚
2016 年 2 月	解放军报	火箭军首次全基地全型号实弹发射任务，几天之内连续发射基地所有型号战略导弹，全部成功
2016 年 1 月	解放军报	随着火箭军实战化训练深入推进，部队科研试验和实弹发射任务日益增多

资料来源：新华社、央视网、国防部、申万宏源研究

**(二) 军机行业：中美作战与作战支援飞机总量与装备结构差距巨大，扩大规模、补齐短板推动军机行业进入高增长周期**

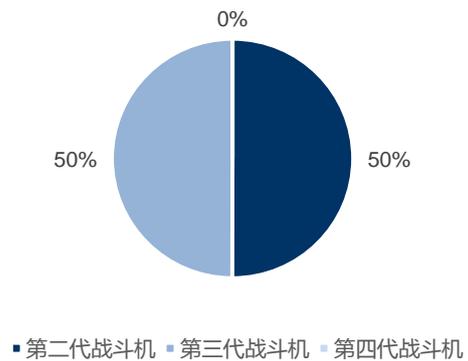
军工行业有 4 个影响军机的核心驱动因素，包括国内经济基础、军事技术变革、国家安全局势、国内制度环境。中国目前周边空域局势紧张复杂，美国对周边国家军售、朝核问题、与印度的冲突等多重问题考验着我们，国家安全形势严峻。针对近年来紧张复杂的周边局势，我国越发强调对领空主权的维护。2013 年 11 月 23 日，中国政府发布关于划设东海防空识别区的声明，当天生效，正式划设东海防空识别区。中国 2015 年国防白皮书《中国的军事战略》中明确指出，人民空军的转型要求是：按照空天一体、攻防兼备的战略要求，实现国土防空型向攻防兼备型转变，构建适应信息化作战需要的空天防御力量体系，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力。我们认为，随着国家队领空主权的维护，叠加军事技术的加力研发、制度政策的倾斜，未来军机放量值得期待。

图 29：影响军工行业的四个因素军机核心驱动力



资料来源：申万宏源研究

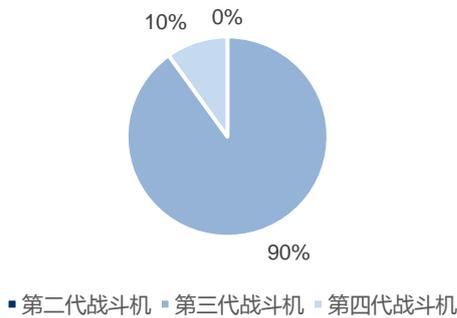
图 30：中国战斗机装备量近半为第二代战斗机



资料来源：Flight International、申万宏源研究

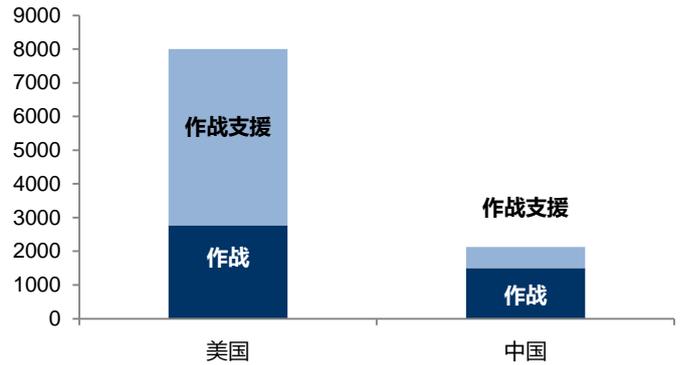
对标美国军用飞机装备现状，美军机总量长期居世界第一位，作战飞机与作战支援飞机配备结构合理，中国军机机群追赶空间巨大。美国目前军机装备总量 8006 架（不含直升机），居世界首位，其中作战飞机 2770 架，作战支援飞机 5236 架，作战飞机与作战支援飞机比例为 1 比 1.89。中国军机总量居世界第三位，作战飞机与作战支援飞机比例为 1 比 0.42，远远落后于美国。伴随新型作战飞机的入役列装，未来中国战略支援飞机需求巨大。

图 31：美国战斗机均为先进第三代、第四代战机



资料来源：Flight International、申万宏源研究

图 32：美军战机与作战支援飞机的比例是 1:1.89，远高于中国



资料来源：Flight International、申万宏源研究

**（三）军工电子信息化：中国国防与军队信息化建设进程加速，2020 年实现信息化建设取得重大成果目标带动行业未来进入高速增长期**

我们分析预测，按照现有 GDP 和军费增速预计，我国 2025 年军费将达到 1.8 万亿。国内经济形势以及国家财政国防投入是支撑我国军队研制和采购各种信息化装备和系统的经济基础。我国当前军费虽已突破万亿元大关，但军费在 GDP 中所占比重以及人均军费与世界军事强国相比均处于低位，未来 10 年我国 GDP 增速将保证在 6%-6.5% 的区间内，军费增速将保持在 7% 左右，至 2025 年，我国 GDP 总量将达到 127 万亿元，军费总额将达到 1.8 万亿元。

我们分析预测，我国未来十年信息化市场空间有望达到 1.5 万亿。我国当前军队信息化建设所处进程与美国第二次高速增长期相类似，主要包括经费投入增速相当、建设成果装备时点类似，编制改革相对应。假设我国当前信息化经费在国防经费中占比为美国 2001 年水平，至 2025 年增长至美国 2020 年信息化经费支出水平，根据国防预算年复合增长 7% 来计算。至 2025 年，我国国防预算将达到 1.8 万亿元，信息化经费在国防预算中占比 14%，超过 2000 亿元，十年间信息化市场空间将达到 1.6 万亿元。

图 33：我军信息化水平处于美军 1996 年-2010 年阶段，预计 2025 年达到美军 2020 年信息化水平



资料来源：维基百科、人民网、DOD 等、申万宏源研究

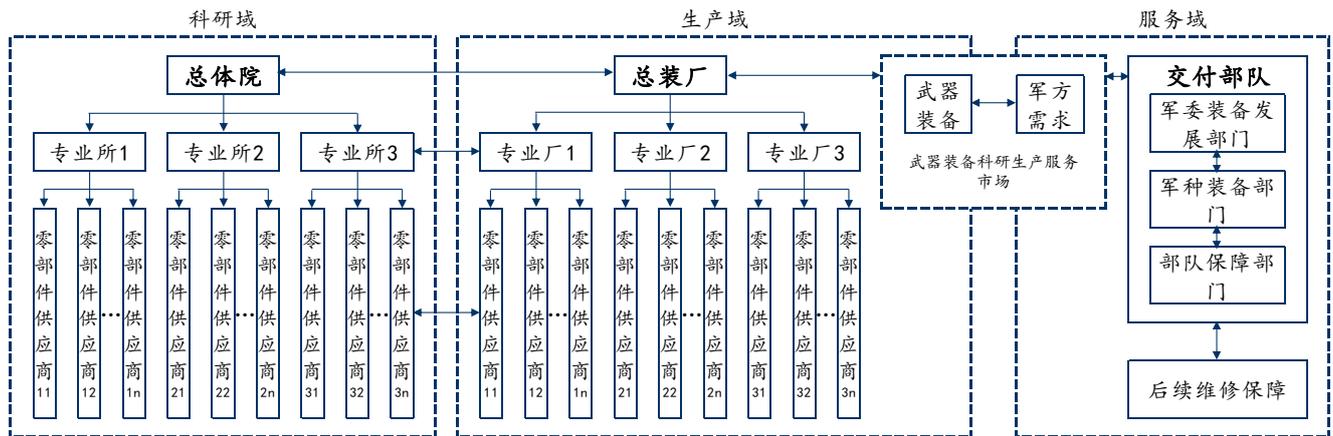
## 2.3 军品研制自成体系和航天配套高标准为国有军工企业筑起强大的护城河

（一）我国武器装备科研生产体系采购机制促成行业高进入壁垒，背靠总体研究院有望受益航天武器装备纵向产业链

航天武器装备行业内研制单位主要根据军方指令性规划牵引或者与军队签订采购合同组织科研生产，研发式或者订单式生产和交付都具有较强的计划性，产品销售数量和价格受市场供求关系波动影响较小，主要受我国国防现代化建设和军品定价机制的影响，行业市场化程度较低，自成体系、相对封闭。

导弹科技工业的军品科研生产体系具有“小核心、大协作”的特点。导弹国防工业参与单位结构，根据其作用和规模主要分为总体单位、二级配套单位和三级配套单位三个层次以及其他通用零部件供应商，呈现出上层研制单位数量少、下层配套单位数量多的金字塔形。由于导弹产业系统性特征，其生产任务通常由一家总体单位（项目提出单位）总领全系统实施，多家配套单位协作配合。

图 34：导弹武器装备科研生产体系职能域分析示意图



资料来源：中国知网、申万宏源研究

一般来说，元器件配套单位的订单来源主要有两类：纵向任务靠组织、横向任务靠技术。1) 纵向任务一般是指下属配套单位接到的、来自上级单位的科研生产任务安排，军工集团系统内的总体单位按照国防和军队建设等重大战略部署，以型号研制为主要抓手，统筹安排，按配套层级分解科研生产任务至各下属企业、单位、组织研制具体型号的产品。纵向任务系为国家战略执行需要，带有计划指令性，与市场化业务经营模式有一定的差别。2) 横向任务一般是二级配套单位通过参与所属军工集团外的总体单位招投标而获得的研制任务订单。

### （二）航天武器装备配套零部件高质量要求促使公司产品稀缺性成为事实

航天武器装备配套零部件具有高品质、低失效率、零缺陷等特点。长期的空间工作和不可维修性以及装备的长期储存性，要求航天武器装备零部件性能的高工况适应能力。空间和跨空间应用，要求产品具有抗宇宙辐射能力。多品种、小批量、长间隔周期或非连续性采购特点，要求产品品质稳定、考核评价具有针对性、产品具有经济性等。公司作为航天武器装备配套零部件供应商，其产品已符合 GJB（国军标）和 LMS 要求（航天一院专项电子元器件技术要求）以及 CAST 规范（航天器混合集成电路 XXX 详细规范）中对于电子元器件的 K 级（宇航级）质量标准，工况、可靠性要求高于 H 级（标准军用级）。公司产品目前已通过相关宇航级产品质量认证，宇航级产品高质量要求为公司筑起产品技术壁垒。

### （三）公司在营收占比等指标显著优于其他航天武器装备配套相关标的

我们申万宏源国防军工团队在 2017 年 1 月 20 日全市场首发的导弹行业深度报告《导弹市场空间或超万亿，需求爆发节点未来可期——空天海一体化武器装备建设系列报告之一》中，指出目前 A 股市场上还没有一家主营业务纯粹是导弹研制生产业务的、业绩驱动力真正来自于导弹武器装备建设的上市公司，现有与导弹行业间接相关的上市公司已超过 25 家，但主要可以分为四种类型：

（1）第一类上市公司的主要特征是，产品的应用领域几乎不涉及导弹，但是其控股股东是我国导弹行业的总体单位或者核心分系统配套单位，拥有大量优质的导弹研发或生

产类资产在上市公司体外，比如航天长峰、航天科技以及奥普光电等。因此，当前此类标的的核心投资逻辑是军工集团资产整合进程，而不是导弹行业需求驱动。

(2) 第二类上市公司业务涉及导弹配套，导弹相关收入占公司整个营业收入的比例比较小、或者相关财务信息存在泄密风险而被豁免披露，公司主业是生产和销售电子元器件等零部件产品，比如中航动力、中航光电、航天电器以及中航电子等。因此，当前此类上市公司的核心投资逻辑是业绩增长的核心驱动力来自其他新兴产业的需求释放或者重点产业政策扶持，而导弹行业发展并不构成其核心的投资驱动力。

(3) 第三类上市公司的主营业务之一是导弹总装生产或者分系统配套供应，而且这些公司在各自细分领域拥有显著的导弹标签效应，比如航天通信——国内唯一一家导弹武器系统总体总装的上市公司、高德红外——国内首家进入完整导弹武器系统总体研制领域的民营企业等。

(4) 针对第四类上市公司，一些优质的导弹类资产即将进入上市公司体内，如航天电子、精准信息、中兵红箭等上市公司，这些上市公司的主营业务构成中仅有很小的比例是给导弹研制做配套的收入来源，但是与导弹直接相关的业务营收占比还比较小，业绩驱动力的主要来源还是非导弹行业因素。

我们在此篇深度报告中，重点推荐了航天电器，它属于第二类上市公司群体，其主要特征是，公司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。公司70%以上产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户，生产的连接器、继电器等种类的多型号产品应用于战略战术武器系统，营收占比优于同为第二类其他可比公司，在航天武器装备产业链中的稀缺标的价值更加凸显。

## 3. 公司航天防务连接器产品极具竞争优势，微特电机军转民潜力大挖掘千亿市场

### 3.1 连接器配套航天及战略战术武器系统，国内市场集中度提升的主要获益者

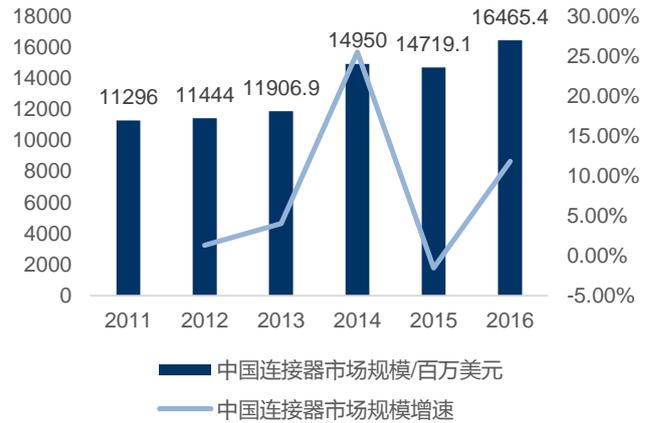
全球连接器市场处于稳健成长阶段，同时中国市场占比30%已成为最大区域市场，过去五年复合增速超过全球水平。全球连接器市场经历2009年金融危机影响下的低谷后进入了稳健成长的阶段，过去五年全球连接器市场规模复合增速2.29%，中国市场在全球连接器市场增速放缓的背景下保持高速增长，过去五年复合增速约为7.83%，显著高于全球水平；与此同时，2016年中国连接器市场份额从2011年的23%提升至30%，中国已经成为全球最大区域市场。

图 35: 全球连接器市场五年 CAGR 为 2.29%



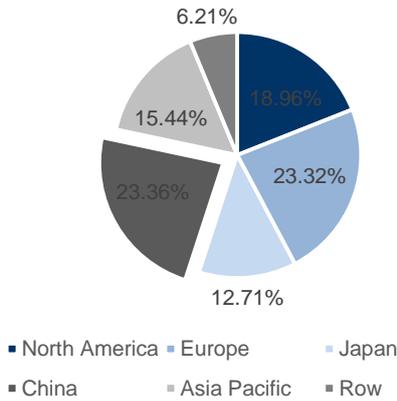
资料来源: Bishop & Associates、申万宏源研究

图 36: 中国连接器市场五年 CAGR 为 7.83%



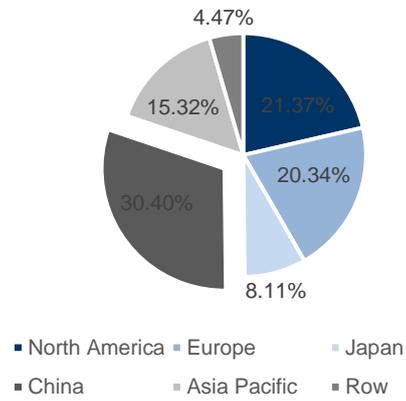
资料来源: Bishop & Associates、申万宏源研究

图 37: 2011 年中国连接器市场全球市占率 23%



资料来源: Bishop & Associates、申万宏源研究

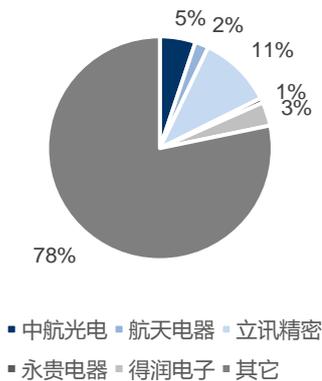
图 38: 2016 年中国连接器市场全球市占率 30%



资料来源: Bishop & Associates、申万宏源研究

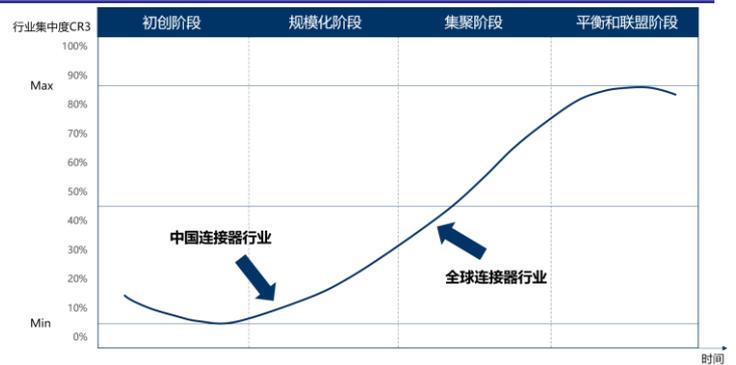
进入规模化阶段后，航天电器这种细分领域龙头将具有显著优势。根据 A.T. Kearney 提出的产业演进曲线，产业发展阶段包括初创阶段、规模化阶段、集聚阶段、平衡和联盟阶段，不同阶段的产业在行业集中度、厂商数量、进入壁垒、行业利润率上有不同的特点。通过对集中度及行业壁垒等因素总结观察，我们认为中国连接器行业处于初创阶段和规模化阶段之间，进入规模化阶段后，行业集中度和壁垒将迅速提升，行业领导者的优势将逐渐凸显。

图 39：国内连接器排名前五公司市占率合计不到 25%，仍有较大的提升空间



资料来源：Bishop & Associates、公司年报、申万宏源研究

图 40：国内连接器市场仍处于规划化阶段的初期



资料来源：《产业演进理论在我国企业并购中的运用》、申万宏源研究

我国连接器厂商细分领域领导者已经出现，航天电器在航天军工领域的优势较为明显。我国连接器领域的主要竞争者包括立讯精密、中航光电、得润电子、航天电器、永贵电器。立讯精密是消费电子连接器龙头，中航光电是我国军用连接器龙头，得润电子在家电、汽车领域实力雄厚，航天电器在航天军工领域有绝对优势，永贵电器是轨道交通连接器龙头。作为细分领域的龙头，航天电器在进入规模化阶段后的连接器行业中将发挥规模效应和研发优势，以分享更多的行业发展红利。

航天电器在航天军用连接器领域具有领先地位，部分产品配套战略战术武器系统，研发实力、定制化生产模式、渠道优势是公司的核心竞争力，受益于航天高速发展和武器系统放量，将成为本轮集中度提升的主要受益者。连接器业务是航天电器的传统优势业务之一，公司连接器产品包括矩形、圆形、射频、分离脱离等类型，80%以上的产品销售给航天、航空、武器、电子及舰船等领域的高端客户，JF6、YF2 等产品配套战略战术武器系统。研发实力是公司一大亮点，公司长期保持 8% 以上的研发投入占比，在中高端连接器领域掌握大量关键技术，获得专利授权 679 项，其中发明专利 200 项，宇航级产品是公司独有优势，多次参与国家重大航天工程。渠道优势是公司另一看点，公司产品聚焦高端领域，采用直销的销售方式，根据客户的订单组织研发生产，客户甚至直接参与策划过程，定制化的生产模式夯实了公司在航天领域的先发优势，军品市场客户流失率较低，供应渠道往往能带来持续多年的订单。受益于国家航天十三五规划带来的巨大市场空间以及武器系统放量，公司连接器业务高速增长趋势可以预期。

表 4：国内连接器行业主要参与者

厂商	市值	营业收入	毛利率	优势领域
立讯精密	666.86 亿元	137.63 亿元	21.50%	消费电子连接器
中航光电	271.63 亿元	58.55 亿元	33.75%	军用防务连接器
得润电子	99.07 亿元	45.84 亿元	15.46%	家电、汽车用连接器
航天电器	88.16 亿元	22.46 亿元	35.54%	航天军用连接器
永贵电器	63.08 亿元	9.55 亿元	41.12%	轨道交通连接器

资料来源：Wind、公司年报、申万宏源研究

## 3.2 微特电机民用市场空间广阔,公司产品聚焦高端契合技术密集型发展方向

电机是现代工业的重要基础设施,广泛应用于生产生活的各个方面,我国每年新造电机收入超过 8000 亿元。电机是指依据电磁感应定律实现电能转换或传递的一种电磁装置。电机可以将电能转化为机械能,广泛应用于冶金、电力、石化、煤炭、矿山、建材、造纸、市政、水利、造船、港口装卸等领域。我国电机行业发展迅速,规模庞大。中国电机行业信息网数据显示,目前我国电动机装机总容量已达 4 亿多 KW,年耗电量达 1.2 万亿 KWh,占全国总用电量的 60%,占工业用电量的 80%,其中风机、水泵、压缩机的装机总容量已超过 2 亿 KW,年耗电量达 8000 亿 KWh,占全国总用电量的 40%左右。2014 年,我国新造电机的收入接近 8000 亿元。

图 41: 2014 年电机行业收入接近 8000 亿元



资料来源: Wind、申万宏源研究

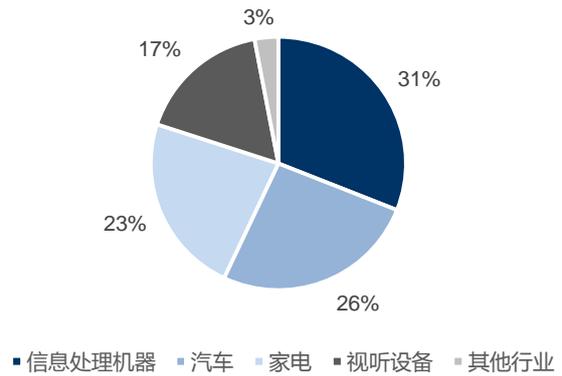
微特电机应用领域广泛,品种高速增长中,是电机行业中极具发展潜力的方向,我国微特电机市场空间超过 2000 亿。微特电机是指具有特殊性能、用于特殊场合的微型电机,随着微型处理器、电子元器件、新材料等技术的发展与应用,微特电机经历了从无到有再到遍布生产生活各方面。其下游应用领域包括信息处理机器、汽车、家电、视听设备等。截至 2014 年,微特电机品种已超过 6000 种,这一数量还在高速增长中。我国微特电机市场发展迅速,2014 年我国微特电机销售收入约 2240 亿元,产量占世界总产量的 70%以上。

图 42：中国微特电机市场 6 年复合增速 18% 以上



资料来源：《2016-2022 年中国微特电机市场深度调查及发展趋势研究报告》、申万宏源研究

图 43：微特电机应用领域较广



资料来源：《微特电机概况》、申万宏源研究

我国微特电机上市公司多数聚焦技术水平要求较低的家电领域，汽车、信息处理设备  
等高端领域被日本、欧美企业垄断。我国微特电机上市公司有卧龙电气、大洋电机、江苏雷利、威灵控股等。由于起步较晚，技术水平较低等原因，多数国内微特电机上市公司专注于技术要求不高的家用电器微特电机，在信息、汽车等行业涉及较少。IT 产品领域对微特电机的运转精度要求极高，被 NIDEC、JVC、PANASONIC 等日本公司垄断，其中 NIDEC 是绝对龙头。汽车领域由日本、欧洲公司主导，日本电产、阿斯莫、三叶、博泽等公司占据绝大多数市场份额。激烈的市场竞争对企业提出了更高要求，微特电机生产企业急需通过技术改造和加强管理进行二次创业。通过技术改造扩大生产规模，实行规模化生产，进一步降低成本，提高产品质量。展望未来，能实现与信息技术结合、应用于机器人、物联网等领域的“网络化电机”是发展的方向，集成化、一体化、智能化是微特电机发展趋势。在此背景下，微特电机行业特征中劳动密集色彩将逐步褪去，技术密集的特征将占据主导。

表 5：国内微特电机上市公司大多专注家电领域

上市公司	代码	5 专注领域
卧龙电气	600580.SH	家用电器微特电机
大洋电机	002249.SZ	家电、汽车、电机机车、自动控制等
江苏雷利	300660.SZ	家用电器微特电机
航天电器	002025.SZ	航天等军用领域
威灵控股	0382.HK	家用电器、清洁设备、泵类产品等

资料来源：Wind、申万宏源研究

公司微特电机业务聚焦军用高端领域，注重技术研发，符合未来电机发展方向，国产化替代进程中技术优势将成为其核心竞争力。2007 年，公司与林泉电机厂合作成立贵州林泉，贵州林泉继承了林泉电机厂全部军用微特电机业务，微特电机逐渐发展成为公司两大支柱业务之一。公司微特电机覆盖所有航天型号外，还成功配套在航空、船舶、兵器、电子等其他高技术领域，为国产大飞机 C919、神舟七号、天宫一号等国家重点工程承担配套任务，在国内微特电机领域技术优势明显。未来国内微特电机将向集成化、一体化、智能化方向发展，这与公司的战略不谋而合。在家电领域的微特电机利润已经处于下降阶段的

背景下，公司聚焦高端的先发优势及研发积累价值凸显，将受益我国高端微特电机国产化替代的进程，未来将在抢夺国外企业的市场份额中占据更大的优势。

图 44：公司电机产品主要应用于航空航天领域



资料来源：百度图片、申万宏源研究

## 4. 航天科工集团十院旗下唯一上市公司，彰显资产整合的稀缺平台价值

### 4.1 航天科工集团：资产证券化空间较大，资本运作进程或将明显提速

#### （一）航天科工引领我国导弹武器装备建设，加快建成国际一流航天防务公司

中国航天科工集团公司（简称“航天科工”）是中央直接管理的国有特大型、以导弹武器装备研制生产为主业的高科技军工企业集团，前身为 1956 年 10 月成立的国防部第五研究院，先后经历了第七机械工业部（1981 年 9 月第八机械工业部并入）、航天工业部、航空航天工业部、中国航天工业总公司的历史沿革。1999 年 7 月成立中国航天机电集团公司，2001 年 7 月更名为中国航天科工集团公司。航天科工以航天防务、信息技术、装备制造为主业，建立了完整的防空导弹系统、飞航导弹系统、固体运载火箭及空间技术产品等技术开发和研制生产体系，所研制的产品涉及陆、海、空、天、电磁等各个领域，形成了“以军为主、军民融合”的发展战略格局和“生产一代、研制一代、预研一代、探索一代”的协调发展格局。航天科工始终坚持“国家利益高于一切”的企业核心价值观，大力发展航天防务技术，努力建设完整的防空导弹武器系统、飞航导弹武器系统、固体运载火箭及空间技术产品等技术开发与研制生产体系，导弹武器装备整体水平在国内领先，部分专业技术达到国际先进水平，为我军提供了性能先进的导弹武器装备。

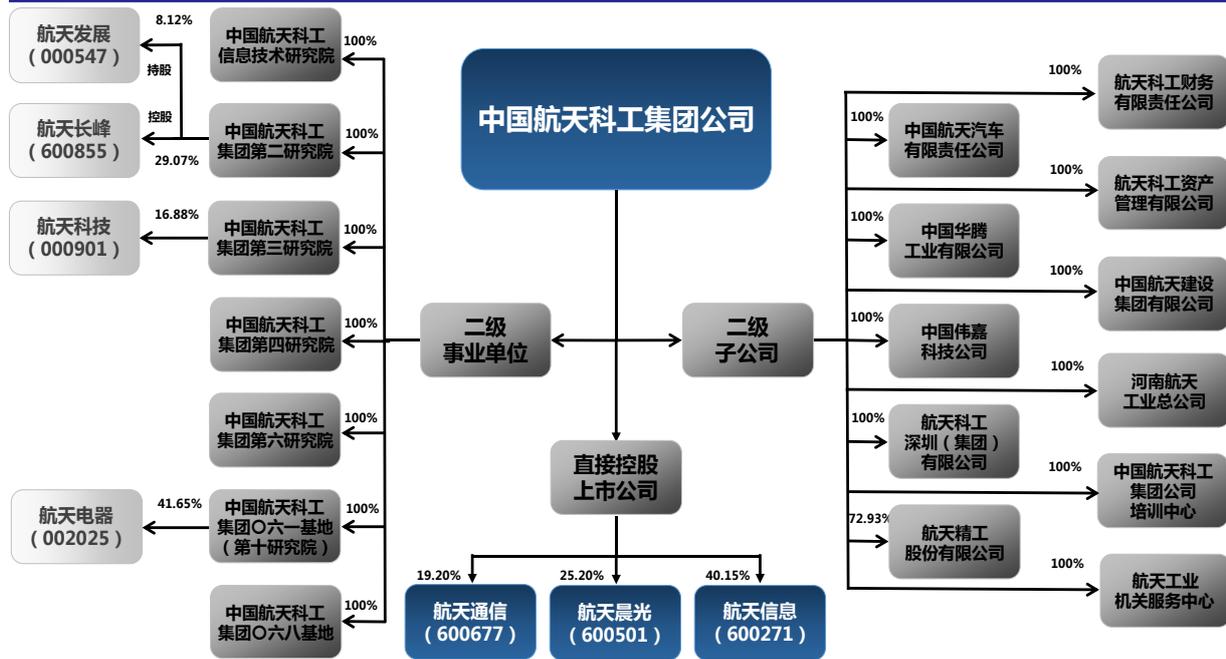
图 45：航天科工集团典型武器装备系统隆重亮相 9.3 抗战阅兵式



资料来源：《中国航天科工集团公司 2015 年企业社会责任公告》、申万宏源研究

作为我国国防科技工业的中坚力量，航天科工集团正在引领导弹武器装备研制生产的创新发展，朝着早日建成国际一流航天防务公司、努力打造世界一流跨国企业集团的宏伟目标阔步迈进。航天科工集团公司创造了我国武器装备建设史上一个又一个辉煌的“第一”，包括第一型实战应用的防空导弹武器系统、第一型超声速飞航导弹武器系统、第一型潜射战略导弹武器系统、第一型巡航导弹武器系统、第一型弹道导弹武器系统、第一型固体机动发射的弹道导弹武器系统、第一台固体火箭发动机、第一型潜射反舰导弹武器系统、第一台液体火箭发动机、第一台飞控计算机、第一件国家发明专利、第一件国家实用新型专利等等。目前航天科工集团旗下拥有 7 家 A 股上市公司，20 多家二级事业单位及子公司。2016 年度集团列世界企业 500 强第 381 位，中国企业 500 强第 91 位，中国制造业 100 强第 31 位，集团国际化经营收入近 50 亿美元。

图 46：中国航天科工集团公司成员单位的组织架构简图



资料来源：Wind、公司公告、申万宏源研究

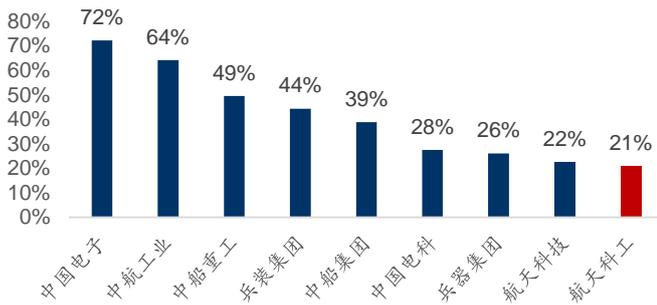
(二) 与其他军工央企相比，航天科工目前的资产证券化率偏低、整合进程较慢

在军工央企的资产证券化率排名中，航天科工排名靠后，历史比较来看集团资产运营的推进速度尚待大幅提升。

1) 从2016年数据来看，上市公司的总资产和净资产分别占集团总资产和净资产的21%和25%，资产证券化水平在央企军工集团中排名最后；以营业总收入及净利润来衡量，航天科工集团只有26%的营业收入和25%的净利润来自于上市公司，在央企军工集团中排名倒数，我们预计集团的资产证券化率尚有很大的提升空间。集团业绩大部分贡献来自上市公司体外的资产。

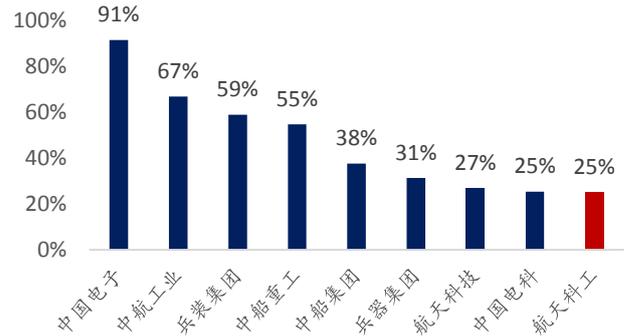
2) 从时间序列的角度来看，与其他军工集团过去三年加快推进资产证券化进程的情况形成鲜明对比，航天科工集团在资产整合与资本运作方面的推进力度与速度都有待加强。值得一提的是，作为航天科工集团的兄弟单位，航天科技集团到“十三五”末的资产证券率目标是45%，科研院所改革相继启动（根据2016年3月《上海证券报》报道），除了国家政策不允许的以外，改制后的军工资产将全部要进入资本市场。

图 47：总资产口径资产证券化率排名倒数第一



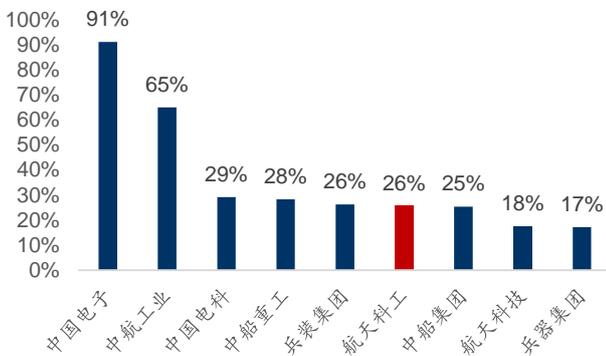
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 48：净资产口径资产证券化率排名倒数第一



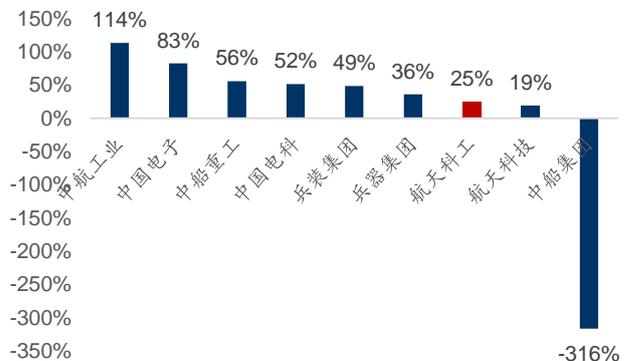
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 49：营收口径资产证券化率排名靠后



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 50：净利润口径资产证券化率排名靠后



资料来源：公司公告、申万宏源研究

### (三) 航天科工将充分利用现有上市公司的资本运作平台优势，通过内部资源整合和对外兼并重组，支持和保障主营业务发展和规划目标实现

从集团围绕上市公司的资本运作布局与规划的表态来看，航天科工未来将充分发挥现有上市公司的资产整合平台优势，加快推进旗下二级单位资产整合和证券化的进程。在混改大背景下，集团围绕资产整合和资本运作方面出台了一系列发展规划。集团强调要充分发挥上市公司的资本运作平台作用、“前哨”作用，对接资本市场、产业市场、人才市场，将上市公司作为实现资产整合和资本运作目标的重要方式，所控股的上市公司将发挥更大作用，支持所控股上市公司加快转型升级和结构调整力度。一方面，集团要通过对外收购兼并，推进亏损和抵消公司治理、吸纳新的经济增长点，以促进企业转型升级；另一方面，集团指出要加强提升资产证券化水平，推进企业体制机制转变。因此，我们认为，在集团规划及布局下，未来集团资产证券化进程有望加快。

表 6：航天科工集团近年关于资产整合和资本运作的发展规划与重要会议

时间	来源	主要内容
2017/1/14	中国航天科工 2017 年工作会议	进一步发挥上市公司全面对接资本市场、产业市场和人才市场的“前哨”作用，充分发挥各类平台类单位的市场与服务“门户”作用
2016/7/22	中国航天科工党组中心组学习会	指出进一步推动集团的混改方案以及集团“十三五”规划纲要的制定
2016/6/7	中国航天科工 2016 年度资产运营工作会	指出集团资产运营工作在“十三五”期间主要任务是：着力优化构建集团公司管控体系，提升集团资产证券化水平，加强对外收并购，推进亏损和低效公司治理，促进国有企业体制机制转变，妥善处理历史遗留问题 通过开展“两工程”和“三创新”，在“十三五”期间盘活企业资产；纳新，就是要做好股权投资和资本运作等工作，通过对外兼并收购等手段，纳入新的增长点，促进企业转型升级
2016/1/20	中国航天科工 2016 年工作会议	要求加强资产运营与投融资工作；国际化经营要着力提高海外资本运作与产业发展水平，加强国际化经营商业模式创新，增强国际资源整合能力和国际市场价值创造能力
2016/1/7	中国航天科工集团公司支持所控股上市公司持续发展的声明	提出在“转型升级、二次创业，建设国际一流航天防务公司”的征程中，所控股的上市公司将发挥更大作用；继续采取合法、合规的方式，着力提高上市公司的市场竞争力，支持所控股上市公司加快转型升级和结构调整力度
2015/8/7	中国航天科工党组中心组学习会	提出全面深化改革要求航天科工推动自身改革，加大资产证券化的力度，符合中央关于发展混合所有制的要求
2015/6/8	中国航天科工民用产业 2015 年第二次工作例会	是提高资源整合能力，内部资源共享，提高效率和效益，对外学会“借力、借资、借脑”，做好收并购工作
2015/1/22	中国航天科工 2015 年工作会议	提出认真谋划资本运营顶层设计，创新经营理念和经营方式，整合企业内部、外部和国际优质资源要素，增强企业竞争力与运行活力

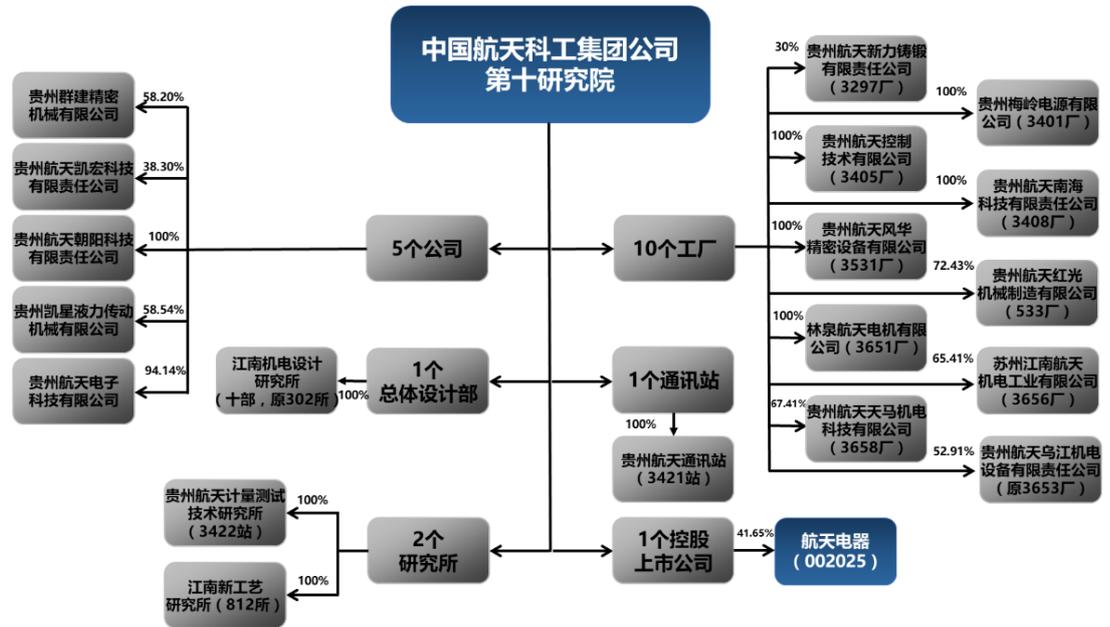
资料来源：集团公司官网、申万宏源研究

## 4.2 航天科工十院：国内老牌地空导弹研制基地，改革有望迈出实质步伐

航天科工十院是地空导弹武器系统科研生产基地，同时为国家重点航天工程承担配套任务。航天科工十院所属单位涉及机械、电子、电器、化工、冶金等行业，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。十院为国家多次重大航天工程承担配套任务，梅岭电源、林泉电机、航天电器、群建精密、凯星液力等 5 家单位多次突破关键技术，完成了电池、电机、继电器、电连接器、齿轮、切割器套件等产品的研制生产配套任务。目前，航天科工十院拥有 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 172 亿元。

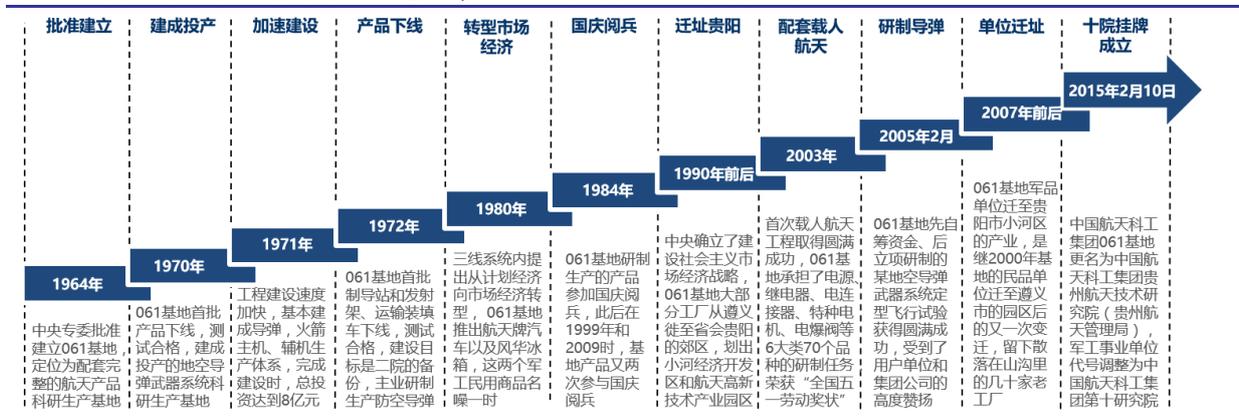
图 51：航天科工十院旗下主要生产研究成员单位



资料来源：公司年报、公司官网、申万宏源研究

航天科工十院前身为 061 基地，2015 年转型升级为航天科工第十研究院。航天科工十院的前身为〇六一基地，是 1964 年经中央专委批准，1965 年开始建设，1970 年建成投产的地空导弹武器系统科研生产基地；2015 年经中央编办批复，转型升级为中国航天科工集团第十研究院。经过多年发展形成了装备制造、电子信息产业、现代服务业三大板块，其中，民用产业收入占十院总收入的 61%。

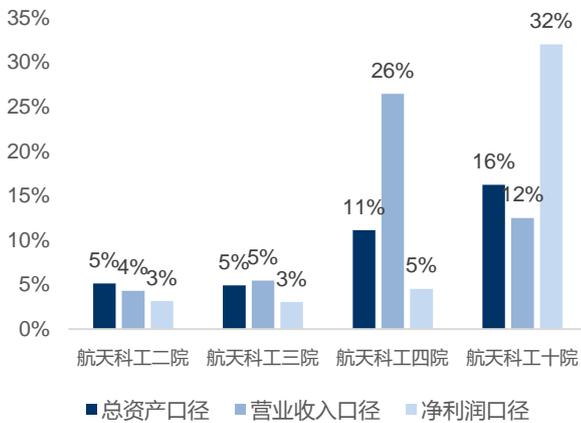
图 52：航天科工十院前身为 061 基地，2015 年转型升级为航天科工十院



资料来源：航天科工十院官网、中国航天报、申万宏源研究

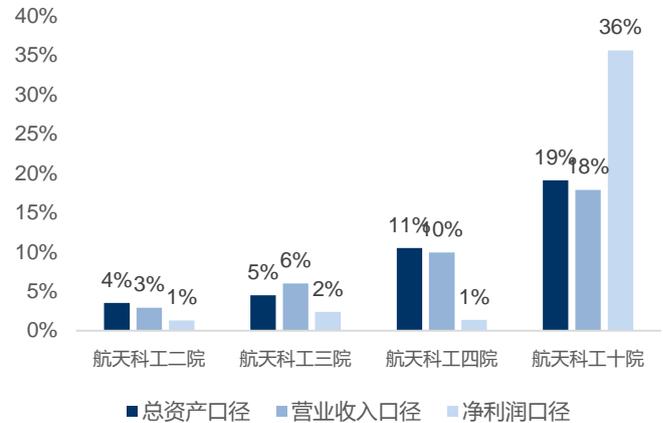
航天科工十院以总资产口径计算的资产证券化率仅为 19%左右，相较于其他三家二级科研院所比略高，但仍有较大体量优质资产尚在上市公司体外。依据集团公告披露，2015 年，航天科工十院总资产约 169.22 亿元，同期航天电器总资产约 32.33 亿元，以总资产为计算口径的资产证券化率约为 19%；科工十院净利润约 7.22 亿元，同期航天电器营业收入约为 2.58 亿元，以净利润为计算口径资产证券化率约为 36%。根据航天科工集团“十三五”规划，未来集团将充分发挥现有上市公司的资产整合平台优势，加快推进旗下二级单位资产整合和证券化的进程，在此背景下，我们认为十院未来体外优质资产的整合进程值得关注。

图 53：以 2013 年财务数据计算的集团下属四个二级单位的资产证券化率柱状图



资料来源：公司公告、Wind、申万宏源研究

图 54：以 2015 年财务数据计算的集团下属四个二级单位的资产证券化率柱状图



资料来源：公司公告、Wind、申万宏源研究

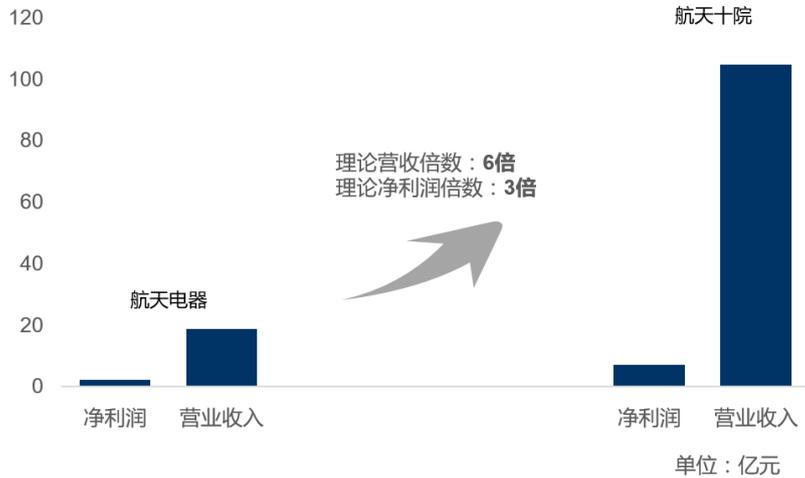
### 4.3 航天电器：航天科工十院旗下唯一上市公司，内生与外延资产整合预期值得重点关注

航天电器是航天科工十院旗下唯一上市公司，集团对航天电器拥有绝对的控制权。航天电器是航天科工十院旗下唯一上市公司，2009 年之前，航天科工十院（当时为贵州航天）仅直接持有公司 7.69% 的股权，此后朝晖、朝阳电器厂将其持有的航天电器所有股份无偿划转给航天科工十院，资产划转完成后航天科工十院成为公司第一大股东，集团通过控股航天科工十院持有上市公司 41.65% 股份，对公司具有绝对的控制权，且本次划转后，集团一直未减持公司股份，保持着对公司稳定的实际控制权。

航天科工十院体外资产体量较大，以营收和净利润为口径计算理论资产整合倍数分别为 6 倍和 3 倍。航天科工十院 2015 年总资产 169.22 亿元、净资产 83.62 亿元、营收 104.63 亿元、净利润 7.22 亿元，以航天科工十院和航天电器 2015 年财务数据为基础，可以计算出航天电器理论资产整合倍数。我们认为，航天电器作为航天科工十院旗下唯一上市公司，

资本市场优势在航天科工集团及十院资产证券化率较低背景下非常突出，后续资产整合空间较为巨大。

图 55：航天十院体外资产有较大想象空间



资料来源：Wind、集团官网、申万宏源研究

注：计算采用上市公司及院所 2015 年数据，营收（净利润）倍数=院所营收（净利润）/ 上市公司营收（净利润）

新任领导层对于资本运作及公司产业规划均有相关经验可循，且新董事长挂帅后对航天电器上市平台作用提出要求，预期将加快后续资产整合速度。2015 年以来，张兆勇、陈振宇、王跃轩分别出任公司董事长、副董事长及总经理，新任领导在到任前就对资产规划、资本运作工作有相关经验，对于资本运作不陌生且不排除。2016 年 12 月张兆勇调研航天电器时，对航天电器上市平台作用提出了要求，他强调航天电器资本运作工作要持续推进，确定好各项工作指标，要进一步发挥航天电器的上市公司平台作用，在规模、体量及影响力方面进一步提升，利用资源获取的特殊性及运行平台的规范性，大力开展产业协同，以公司既有的各类硬件资源为依托，不断提升企业的综合竞争能力。因此，我们认为，后续公司资产整合进程值得关注。

图 56：领导层对于资本运作及产业规划有经验可循

**董事长——张兆勇**

- 科工十院院长
- 科工二院发展计划部部长
- 2016年1月任公司董事、董事长，负责公司战略管理、重大投资项目决策论证等工作

**副董事长——陈振宇**

- 061基地航产部副部长
- 061基地主任助理兼规划发展部部长
- 2015年5月任公司董事、副董事长，主持公司董事会日常工作

**总经理——王跃轩**

- 朝晖电器厂生产副厂长
- 遵义精星航天电器公司董事长
- 2015年5月任公司董事、总经理，主持公司日常经营管理工作

资料来源：Wind、申万宏源研究

时隔 8 年公司重启资产重组，我们认为，本次重组是公司后续资本运作的一次有益尝试，且表明了公司后续资本运作的方向。航天电器于 2016 年 9 月底起宣布重大资产重组停牌，历经大半年时间，于 2017 年 6 月底宣布停止资产重组，停止资产重组的原因是相关方无法就继续推进本次交易达成一致意见，相关框架协议之补充协议条款未形成共识，期间已经披露交易预案。据 2017 年 5 月公司披露的预案，原定交易的标的为林泉电机的军品电机业务相关经营性资产、斯玛尔特 51% 股权、航天电机 100% 股权，运控电子 68% 股份。四宗资产都直接与微特电机业务相关，其中林泉电机、斯玛尔特、航天电机为航天科工十院体内资产，我们认为，此次资产重组交易虽然失败，但向市场传递出航天科工十院通过资产整合加强上市公司主业的意向，为公司后续资产整合进行了有益尝试。

表 7：本次资产重组标的的大部分为十院微特电机相关资产

标的	业务范围	本次交易中对方股权
林泉电机军品电机业务	军品电机	航天科工十院持有 100% 股权
斯玛尔特 51% 股权	同步电机、步进电机、电动执行器和驱动控制器	航天科工十院成员单位林泉电机持有 51% 股权
航天电机 100% 股权	微特电机、伺服电机	航天科工十院成员单位林泉电机持有 68% 股权
运控电子 68% 股份	微特电机及相关零部件	个人许国大持股 48.66%

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 5. 盈利预测及投资评级

根据我们对公司合并利润表的分析预测结果，预计公司 17/18/19 年的营业收入分别为 26.29、32.27、41.45 亿元，同比增速依次为 16.51%、22.77%、28.44%；预计公司 17/18/19 年的归母净利润分别为 3.06、3.71、4.61 亿元，同比增速依次为 17.29%、21.02%、24.36%。公司在航天连接器领域的地位稳固，强大研发实力支撑高端业务增长，尽管公司毛利率水平过去几年呈下降趋势，但随着公司业务结构调整完成、加强内部成本控制、提升经营效率以及开展品类扩张等降本增效措施的持续推进，我们分析预测，公司未来盈利能力仍将保持行业内的领先地位，未来一段时期的销售毛利率有望至少维持在 2016 年的同等水平以上。因此，我们提出公司盈利预测的一组核心假设参数，假设公司 17/18/19 年的毛利率分别为 35.74%、36.00%、36.41%；相应地，我们分析预测，公司 17/18/19 年的净利率有望分别为 11.65%、11.48%、11.12%。

表 8：公司利润表摘要及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,256	1,272	2,629	3,227	4,145
同比增长率（%）	20.44	15.76	16.5	22.8	28.4
净利润（百万元）	261	149	306	371	461
同比增长率（%）	11.9	18.13	17.3	21	24.4
每股收益（元/股）	0.61	0.35	0.71	0.86	1.07

毛利率 (%)	35.5	37.9	35.7	36	36.4
ROE (%)	12.1	6.8	12.6	13.2	14.1
市盈率	36		31	26	20

资料来源：申万宏源研究

公司产品广泛应用于航天、航空、电子、船舶、通信等领域，随着国防装备、通信等高科技领域的发展，下游领域的需求不断拉动，公司未来业绩增长前景可期。

#### 公司盈利预测通过各业务分拆预测得到：

1) 继电器业务方面，预计 17/18/19 年营收同比增速分别为 7.38%、13.59%、21.76%；毛利率分别为 44.42%、44.47%、44.93%；

2) 连接器业务方面，受益于航天领域十三五规划的巨大市场空间、武器装备费用持续高速增长，预计 17/18/19 年营收同比增速分别为 14.50%、21.29%、27.82%；毛利率分别为 39.16%、39.93%、40.79%；

3) 微特电机业务方面，受益于高端微特电机领域国产化替代进程，公司聚焦高端的业务战略以及强大的研发实力将带动高速增长，预计 17/18/19 年营收同比增速分别为 23.00%、28.00%、30.00%；毛利率分别为 24.00%、24.00%、24.00%；

4) 光通信器件业务方面，通过对江苏奥雷的收购，与公司 2012 年开始的光器件研发或将产生协同效应，公司光通信器件业务从无到有，将成为公司新的业绩增长点，根据公司披露的江苏奥雷的业绩承诺，预计 17/18/19 年营收同比增速分别为 45.00%、40.00%、45.00%；毛利率分别为 28.00%、28.00%、28.00%。

表 9：航天电器的业绩拆分表及其关键预测参数

年份	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入拆分 (百万元)</b>								
继电器	171.18	209.72	187.95	209.62	225.83	242.48	275.44	335.39
连接器	645.52	847.23	1045.34	1204.04	1441.79	1650.85	2002.29	2559.27
电机	252.15	302.62	340.95	420.5	517.57	636.61	814.86	1059.32
光通信器件	n. a	n. a	n. a	n. a	61.83	89.65	125.51	181.99
其他	25.31	11.28	30.1	39.26	9.38	9.38	9.38	9.38
合计	1094.16	1370.84	1604.34	1873.43	2256.4	2628.98	3227.49	4145.36
<b>分项业务收入同比增速</b>								
继电器	27.80%	22.51%	-10.38%	11.53%	7.73%	7.38%	13.59%	21.76%
连接器	29.40%	31.25%	23.38%	15.18%	19.75%	14.50%	21.29%	27.82%
电机	31.53%	20.01%	12.67%	23.33%	23.08%	23.00%	28.00%	30.00%
光通信器件	n. a	45.00%	40.00%	45.00%				
其他	-29.08%	-55.45%	166.90%	30.46%	-76.10%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	27.20%	25.29%	17.03%	16.77%	20.44%	16.51%	22.77%	28.44%
<b>分项业务销售毛利率</b>								
继电器	54.72%	49.61%	46.43%	48.52%	44.63%	44.42%	44.47%	44.93%
连接器	41.75%	43.03%	41.90%	38.24%	38.03%	39.16%	39.93%	40.79%

电机	30.53%	27.20%	23.48%	24.91%	24.89%	24.00%	24.00%	24.00%
光通信器件	n. a	n. a	n. a	n. a	27.66%	28.00%	28.00%	28.00%
其他	25.02%	34.08%	27.91%	28.88%	73.56%	0%	0%	0%
合计	40.81%	40.46%	38.25%	36.20%	35.54%	35.74%	36.00%	36.41%
<b>营业收入占比成分</b>								
继电器	15.64%	15.30%	11.71%	11.19%	10.01%	9.22%	8.53%	8.09%
连接器	59.00%	61.80%	65.16%	64.27%	63.90%	62.79%	62.04%	61.74%
电机	23.05%	22.08%	21.25%	22.45%	22.94%	24.22%	25.25%	25.55%
光通信器件	n. a	n. a	n. a	n. a	2.74%	3.41%	3.89%	4.39%
其他	2.31%	0.82%	1.88%	2.10%	0.42%	0.36%	0.29%	0.23%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>产品毛利分拆 (百万元)</b>								
继电器	93.66	104.03	87.27	101.71	100.78	106.82	116.2	130.69
连接器	269.51	364.52	437.95	460.42	548.38	646.46	785.53	1024.52
电机	76.99	82.3	80.05	104.76	128.81	152.79	190.98	248.28
光通信器件	n. a	n. a	n. a	n. a	17.1	25.97	36.35	50.9
其他	6.33	3.84	8.4	11.34	6.9	0	0	0
合计	446.5	554.7	613.66	678.24	801.98	932.04	1129.07	1454.38

资料来源: Wind、申万宏源研究

我们分析预测, 公司 17/18/19 年的 EPS 分别为 0.71、0.86 和 1.07 元/股, 目前股价 (8 月 28 日) 为 21.93 元, 对应 17/18/19 年的 PE 分别为 31、26 和 20 倍。选取业务相似的可比公司, 对应 17/18/19 年 PE 中位值分别为 30、22 和 18 倍。公司估值目前接近于可比公司的平均水平, 考虑到公司具有高进入壁垒且将核心受益于航天防务领域的需求释放红利, 未来业绩高速增长可期, 且作为科工十院的唯一上市公司, 未来或将存在较高的资产整合预期。因此, 首次覆盖给予买入评级。

表 10: 航天电器 (002025.SZ) 可比公司估值表

代码	证券简称	2017/8/28				EPS				PE				当前 PB
		收盘价	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E				
002475.SZ	立讯精密	20.75	0.36	0.59	0.80	1.03	57	35	26	20	6			
002055.SZ	得润电子	22.29	0.08	0.50	0.83	1.28	269	45	27	17	5			
002179.SZ	中航光电	33.65	0.93	1.16	1.50	1.88	36	29	22	18	6			
300351.SZ	永贵电器	17.60	0.42	0.59	0.75	0.89	42	30	23	20	2			
600879.SH	航天电子	9.50	0.18	0.21	0.25	0.29	54	45	39	33	2			
600885.SH	宏发股份	40.10	1.09	1.42	1.79	2.21	37	28	22	18	6			
002249.SZ	大洋电机	7.20	0.21	0.26	0.33	0.40	33	28	22	18	2			
603111.SH	康尼机电	13.22	0.32	0.45	0.63	0.78	41	30	21	17	7			
300115.SZ	长盈精密	33.10	0.76	1.08	1.55	2.14	44	31	21	15	7			
行业平均值		21.93	0.48	0.69	0.94	1.21	68	33	25	20	5			
行业最大值		40.10	1.09	1.42	1.79	2.21	269	45	39	33	7			
行业中位值		20.75	0.36	0.59	0.80	1.03	42	30	22	18	6			
WIND 一致预期	航天电器	21.93	0.61	0.72	0.85	1.02	36	30	26	22	4			
申万预测	航天电器	21.93	0.61	0.71	0.86	1.07	36	31	25	20	4			

资料来源: Wind、申万宏源研究 注: 可比公司盈利预测均来自于 wind 一致预测

## 6. 附件

### 6.1 公司盈利预测补充表格

表 11: 航天电器预测利润表简表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,873	2,256	2,629	3,227	4,145
营业总成本	1,592	1,932	2,262	2,773	3,571
营业成本	1,195	1,454	1,689	2,066	2,636
营业税金及附加	4	7	9	11	14
销售费用	47	61	77	98	125
管理费用	339	418	492	610	800
财务费用	(12)	(23)	(22)	(29)	(23)
资产减值损失	17	15	18	18	18
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	2	16	15	20
营业利润	285	326	383	470	594
营业外收支	11	11	11	11	11
利润总额	296	337	394	481	605
所得税	39	46	52	64	81
净利润	258	292	342	417	524
少数股东损益	24	31	36	46	63
归属于母公司所有者的净利润	233	261	306	371	461

资料来源：申万宏源研究

表 12: 航天电器预测合并资产负债表简表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,604	2,993	3,514	4,230	5,071
现金及等价物	816	857	1,206	1,625	2,008
应收款项	1,461	1,838	1,963	2,184	2,527
存货净额	320	294	341	417	532
其他流动资产	6	4	4	4	4
长期投资	5	7	7	7	7
固定资产	503	522	489	456	422
无形资产及其他资产	121	193	193	193	193
资产总计	3,233	3,715	4,203	4,886	5,694
流动负债	737	946	1,091	1,324	1,676
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	704	898	1,043	1,276	1,628
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	162	182	215	249	181
负债合计	900	1,128	1,307	1,573	1,857
股本	429	429	429	429	429

资本公积	422	422	422	422	422
盈余公积	289	326	369	421	487
未分配利润	797	944	1,207	1,525	1,921
少数股东权益	370	432	468	514	577
股东权益	2,333	2,587	2,896	3,312	3,836
负债和股东权益合计	3,233	3,715	4,203	4,886	5,694

资料来源：申万宏源研究

表 13：航天电器预测现金流量表简表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	258	292	342	417	524
加：折旧摊销减值	94	93	51	51	51
财务费用	(11)	(19)	(22)	(29)	(23)
非经营损失	(2)	(3)	(16)	19	(88)
营运资本变动	70	(126)	(45)	(83)	(125)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	412	241	310	375	340
资本开支	69	47	0	0	0
其它投资现金流	0	15	16	15	20
投资活动现金流	(58)	(120)	16	15	20
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	(17)	0	0	0
支付股利、利息	72	85	(22)	(29)	(23)
其它融资现金流	18	11	0	0	0
融资活动现金流	(54)	(91)	22	29	23
净现金流	300	30	349	419	383

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。