



2018-04-23

公司深度报告

买入/维持

中航光电 (002179)

目标价: 54.50

昨收盘: 42.20

国防军工

军民融合成功典范, 集成互连解决专家

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	7.91/7.82
总市值/流通(亿元)	333.79/330.20
12个月最高/最低(元)	45.38/26.86

相关研究报告:

《2018年军工行业策略——改革融合加速推进, 多领域浪潮激荡》

证券分析师: 马浩然

电话: 010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120003

证券分析师: 刘倩倩

电话: 010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190514090001

联系人: 马捷

电话: 010-88695137

E-MAIL: majie@tpyzq.com

报告摘要

国防信息化建设加速推进, 军用连接器市场空间广阔。信息化武器装备通常拥有复杂的电子系统, 军用连接器必须能够适应复杂严苛的工作环境条件, 武器装备信息化程度的提高将会带动高质量、性能稳定的军用连接器需求量的扩张。公司作为军用连接器的龙头企业, 产品涉及航空、航天、兵器、船舶、电子、指挥系统、核工业等各个军工领域。目前公司正在逐步从电子元器件单品向集成化产品发展, 集成化产品的价值量相对于连接器单品有大幅提升, 为公司打开更为广阔的市场空间。

积极布局迎接5G时代, 通信业务拐点渐行渐近。通信业务在公司民品收入中占比超过50%, 主要客户包括中兴、华为、三星、爱立信等无线基站和数据中心设备的核心供应商。公司中标了“2016年工业强基工程”56Gbps高速连接器项目, 是5G移动通信、超级计算机等先进通信技术和数据网络技术发展必备的关键元器件。大量应用于数据网络领域、无线通信领域、军用计算机等关键装备。随着5G建设高峰的到来, 中航光电的通信业务或将迎来拐点。

把握新能源汽车发展机遇, 技术优势确保行业领先地位。新能源汽车业务约占公司民品收入的30%-40%, 主要为新能源汽车提供驱动系统互连方案、高压系统互联方案、充换电系统互联方案以及信号系统互联方案, 下游主要合作客户包括奇瑞、江淮、比亚迪、宇通等自主品牌。目前公司的新能源及电动车线缆总成产业化项目已投入完成, 未来仍将把新能源汽车连接器产品作为公司发展的重要战略方向。

轨道交通产业高景气延续, 受益列车国产化率提升。随着轨交里程数和高铁动车国产化率的提高, 将带动上游连接器等元器件需求的增长。公司与国内各大地铁制造商及相关配套厂家有着密切合作, 光电连接器产品已形成全产业链, 铁路信号系统用连接器也占据国内70%的市场份额。控股子公司沈阳兴华作为国内轨道交通连接器领先企业, 已积累了多年技术经验和客户基础, 未来将充分受益于轨道交通产业的发展。

新业务布局多点开花, 打造盈利新增长点。公司通过发行可转债募集资金建设新技术产业基地项目和光电技术产业基地项目, 重点开发生产高技术含量、高附加值的液冷产品、光有源及光电设备产品、高速背板产品及VPX系统产品、新能源电动汽车电子产品等。这些新业务布局将有利于促进公司的军用技术向民用技术转化, 逐渐形成新的业绩增长点。

盈利预测与投资评级：预计公司 2018-2020 年的净利润为 10.23 亿元、12.03 亿元、14.02 亿元，EPS 为 1.29 元、1.52 元、1.77 元，对应 PE 为 33 倍、28 倍、24 倍，维持“买入”评级。

■ 主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,361.81	7,672.35	8,869.23	10,243.96
净利润(百万元)	825.35	1,023.19	1,203.25	1,402.10
摊薄每股收益(元)	1.05	1.29	1.52	1.77

资料来源：Wind，太平洋证券整理

风险提示：军品订单不及预期；新能源车行业景气度下降；新业务拓展不及预期。

目录

一、军民融合发展成效显著，拥抱市场竞争打造行业龙头	6
(一) 背靠中航工业实现整体上市，内生外延并举实现快速扩张	6
(二) 军品起家奠定雄厚实力，民品拓展成就业绩白马	9
二、行业景气驱动业绩增长，多点布局打开未来成长空间	13
(一) 国防信息化建设加速推进，军用连接器市场空间广阔	14
(二) 积极布局迎接 5G 时代，通信业务拐点渐行渐近	18
(三) 把握新能源汽车发展机遇，技术优势确保行业领先地位	22
(四) 轨道交通产业高景气延续，受益列车国产化率提升	25
(五) 新业务布局多点开花，打造盈利新增长点	28
三、盈利预测及估值	31
四、风险提示	32

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构	7
图表 3: 中航光电子公司概况	7
图表 4: 沈阳兴华营业收入情况	8
图表 5: 沈阳兴华净利润情况	8
图表 6: 中航海信营业收入情况	8
图表 7: 中航海信净利润情况	8
图表 8: 中航富士达营业收入情况	9
图表 9: 中航富士达净利润情况	9
图表 10: 翔通光电营业收入情况	9
图表 11: 翔通光电净利润情况	9
图表 12: 中航光电主要产品	10
图表 13: 中航光电已取得资质	11
图表 14: 中航光电 2012-2017 年收入构成情况	11
图表 15: 中航光电 2012-2017 年毛利构成情况	11
图表 16: 2017 年中航光电收入结构	12
图表 17: 2017 年中航光电毛利结构	12
图表 18: 中航光电上市以来营业收入情况	12
图表 19: 中航光电上市以来归母净利润情况	12
图表 20: 公司 A 股限制性股票激励计划（第一期）授予情况	13
图表 21: 各地区连接器销售收入	14
图表 22: 我国连接器销售收入和同比增长率	14
图表 23: 军事/航天连接器种类及应用	15
图表 24: 无人机子系统和电子装备选用电连接器部位图示	16
图表 25: 中航光电为航空工业领域提供的系统连接技术	16
图表 26: 中航光电为 C919 提供的集成化产品	17
图表 27: 中航光电技术人员为 AG600 提供技术支持	18
图表 28: 公司通信领域主要产品	19
图表 29: 公司通信领域下游主要客户	19
图表 30: 2016 年工业强基工程中标结果公示	20
图表 31: 我国移动通信技术发展历程	21
图表 32: 5G 网络构架关键技术	21
图表 33: 5G 时间工作计划	21
图表 34: 2010-2017 年新能源汽车销量（万辆）	22
图表 35: 2017 年新能源汽车细分市场比例	22
图表 36: 新能源汽车连接器示意图	23
图表 37: 新能源汽车连接器应用示例	24
图表 38: 中航光电新能源汽车连接器产品应用	24
图表 39: 公司新能源汽车领域主要产品	24
图表 40: 中航光电新能源汽车下游厂商	25
图表 41: 城轨交通全年投资额	26
图表 42: 城轨交通运营线路长度	26
图表 43: 公司在轨道交通领域的主要产品	27
图表 44: 公司为“复兴号”配套连接器及线缆组件	27
图表 45: 公司连接器在动车中的具体应用	27
图表 46: 中航光电设计的牵引系统用连接器	28

图表 47: 液冷机架结构设计示意图	29
图表 48: 液冷产品示例	29
图表 49: 高速背板产品结构示意图	30
图表 50: 中航光电 GF II 系列高速背板连接器	30
图表 51: VPX 应用原理图	30
图表 52: VPX 系统产品示例	30
图表 53: 公司业务拆分及预测	31
图表 54: 可比公司估值情况	31

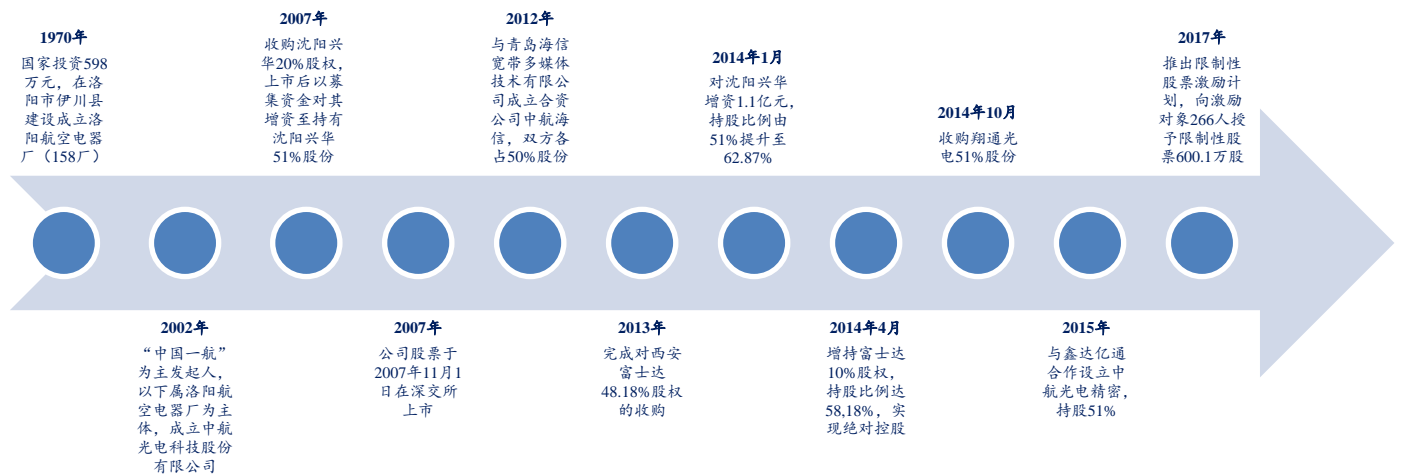
一、军民融合发展成效显著，拥抱市场竞争打造行业龙头

中航光电隶属于中航工业集团，是我国专业从事中高端光、电、流体连接技术与设备研发，为军工防务及高端制造领域提供互连技术解决方案的高科技企业。

(一) 背靠中航工业实现整体上市，内生外延并举实现快速扩张

中航光电的前身是生产航空插销的华川电器厂（代号 158 厂），1991 年迁入洛阳市后更名为“洛阳航空电器厂”。2002 年，公司完成了股份制改革，由原中航工业第一集团作为主发起人，成立了中航光电科技股份有限公司。2007 年 11 月，公司在深交所上市，成为国内首家整体上市的军工企业。

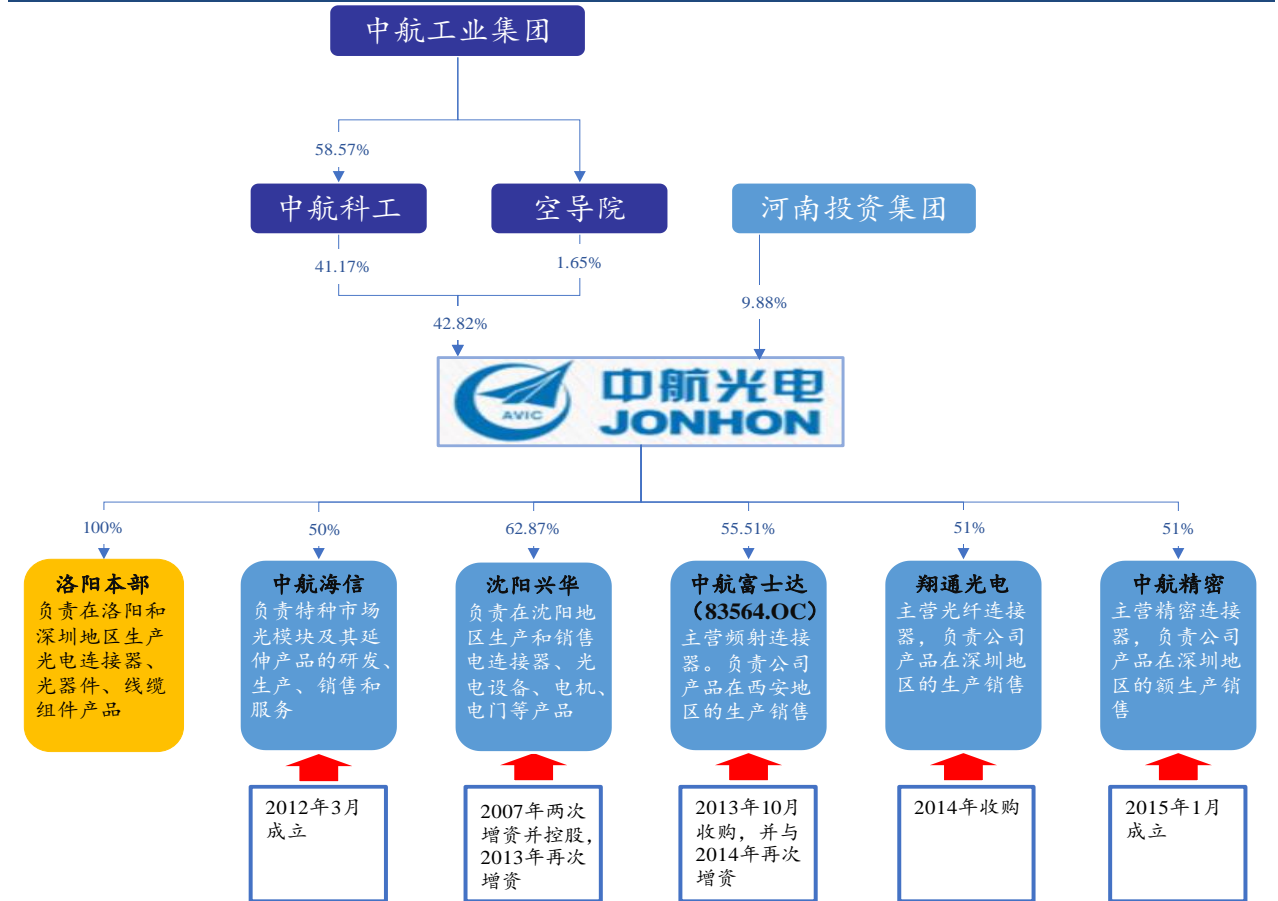
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

目前，中航工业集团通过中航科工（02357.HK）和空空导弹研究院合计持有公司42.82%股权。作为中航光电的实际控制人，中航工业集团给公司带来了丰富的技术、人才、渠道等资源，在中航光电成长为连接器龙头企业的过程中起到至关重要的作用。在2016年的中国电子元件百强企业榜单中，中航光电跻身前十，在连接器行业中排名第二，领先地位凸显。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司自上市以来持续推进母子公司整合，通过设立和收购子公司，不断拓展产品门类和业务布局，目前拥有 6 家控股或参股公司，分别为沈阳兴华、中航海信、中航富士达、翔通光电、中航精密等。

图表 3：中航光电子公司概况

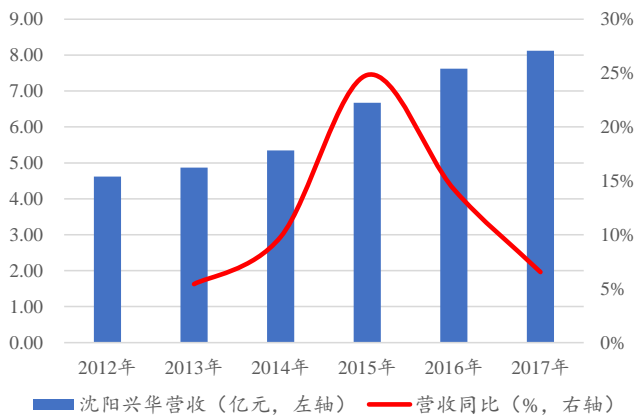
子公司名称	持股比例	成立时间	主要产品	应用领域
沈阳兴华	62.87%	1957 年	电连接器、集成化电缆组件、轨道交通类电器产品、自动保护装置、微特电机等	军工、轨交、汽车、通讯、新能源、机床、电力等
中航海信	50%	2012 年	多路光模块、单路光模块和高速光模块等	航空、航天、舰船、雷达、电子
中航富士达	58.18%	1998 年	射频同轴连接器、射频同轴电缆组件等	军工、通信等
翔通光电	51%	2001 年	光纤通信用的光发射与接收组件、氧化铝陶瓷套管、光纤尾纤、光纤适配器、陶瓷	通信

中航精密	绝缘环和氧化锆结构陶瓷			
	51%	2015年	消费类连接器电子产品	消费电子，军工

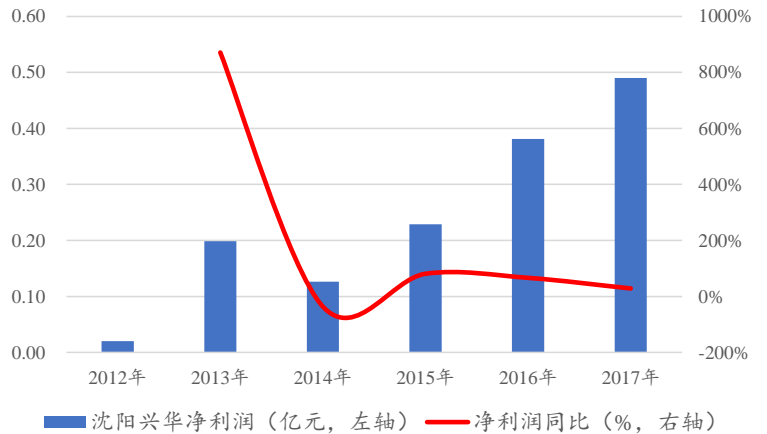
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司通过外延并购实现产业链延伸，有效扩大了连接器产品的生产规模和市场份
额，整体竞争实力不断增强。

图表 4：沈阳兴华营业收入情况



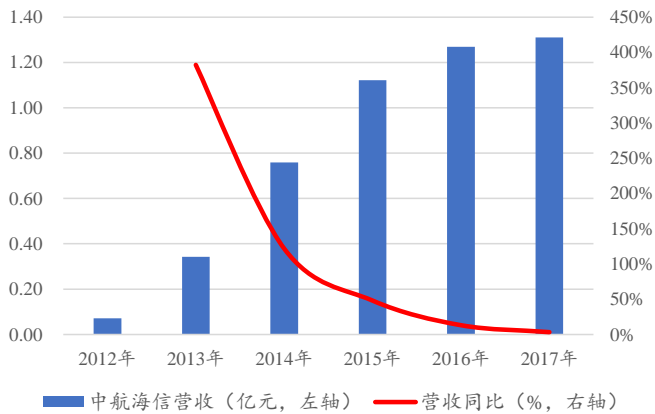
图表 5：沈阳兴华净利润情况



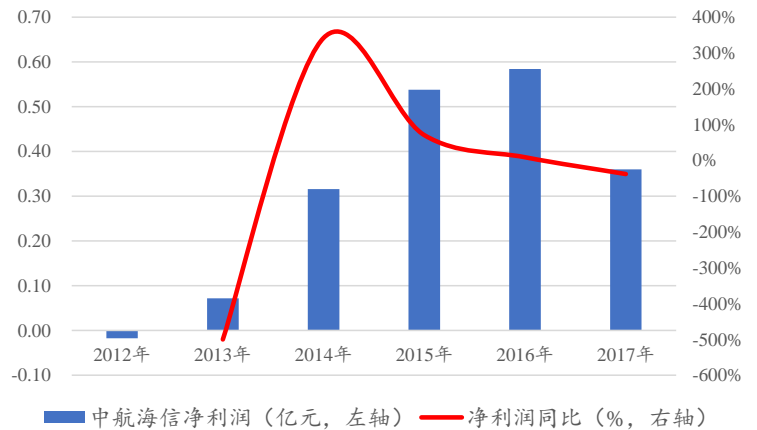
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 6：中航海信营业收入情况



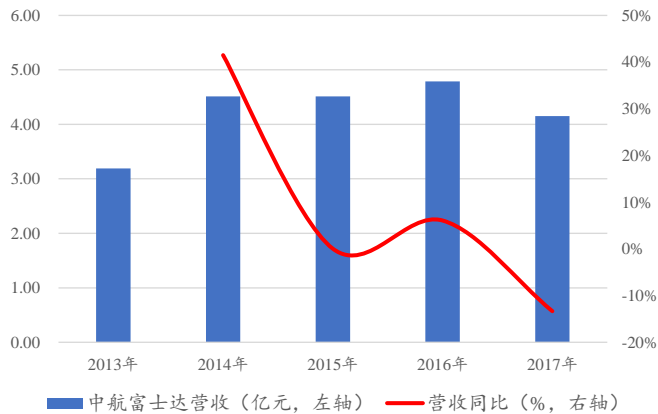
图表 7：中航海信净利润情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

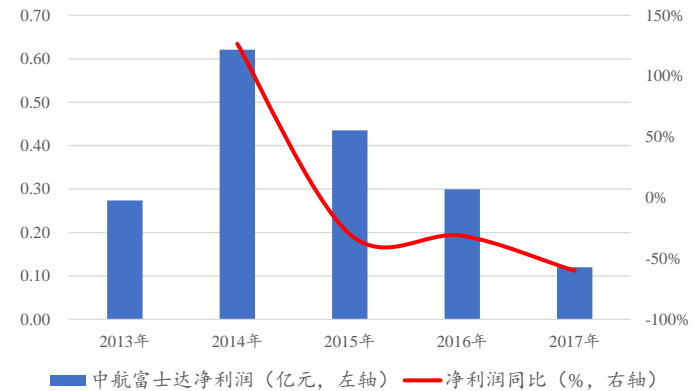
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 8：中航富士达营业收入情况



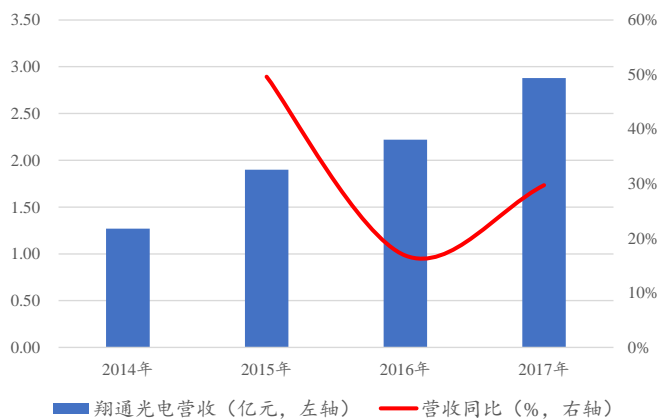
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 9：中航富士达净利润情况



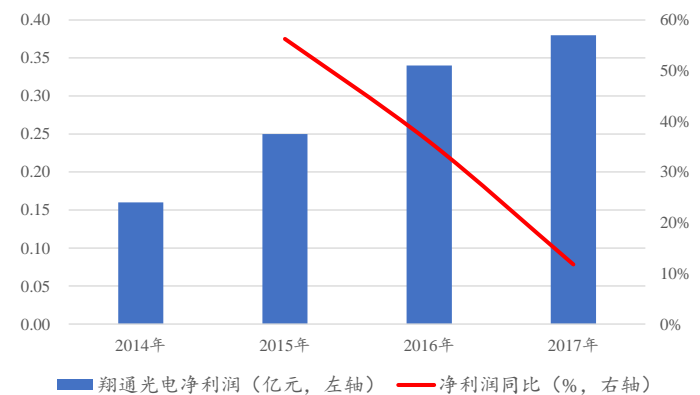
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 10：翔通光电营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 11：翔通光电净利润情况













资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(二) 军品起家奠定雄厚实力，民品拓展成就业绩白马

公司产品主要包括光、电互连元器件及组件、线缆组件、系统互连设备、流体器件及设备，自主研发各类连接器 300 多个系列、30 万多个品种，年生产各类高端连接产品近 5000 万只。主要用于航空航天和军事领域，通讯网络与数据传输、新能源汽车、轨道交通、消费类电子、工业、能源、医疗设备、智能装备等民用高端制造领域。

图表 12：中航光电主要产品

产品类型	产品名称	产品特点	部分产品示例
电连接器	圆形连接器	结构坚固，体积小，可靠性高，可满足电子设备之间电缆连接的需要	
	矩形连接器	采用螺纹导杆连接，并有锁紧装置，主要用于电子设备、智能仪器仪表及电子控制设备的电气连接	
	射频同轴系列连接器	体积小、重量轻、使用方便；适用于在无线电设备和电子仪器的高频电路中作连接射频电缆用	
	数据传输连接器	主要应用于通讯设备	
	滤波连接器	具备滤波功能，体积小，成本低，抑制电磁干扰，应用于军事及航空电子设备系统	
	网络电连接器	应用于数据传输、通信设备	
光器件及光电设备	光电无源产品	广泛应用于航空、航天兵器等复杂的军事环境中以及其他电子设备	
	光收发模块	可应用于各并行光传输领域，如光背板传输、高清音视频、并行光互连、机载光交换等	
	光电设备与系统	应用于军事、监控指挥控制中心及自动化控制等重要场合	
流体系列连接器	应用于航空、航天、舰船、兵器、电子、通信、电力、高速机车等各领域电子设备的液体冷却系统		

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

作为行业标准的制定者，公司目前已累计获得授权专利 2000 余项，在国军标、航标和总装领域已有 200 余项行业标准获得批准并发布。公司已建成具有国际先进标准水平的 5 条国军标生产线，通过了一系列众多管理、环境和安规体系认证。

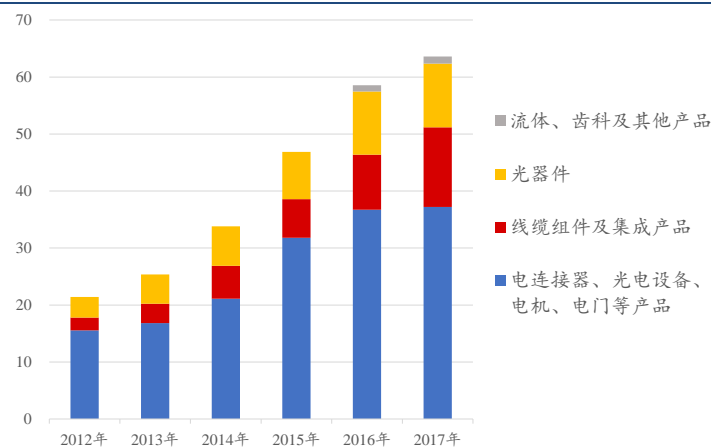
图表 13：中航光电已取得资质

认证类别	认证名称
质量管理体系认证	军工产品质量体系认证
	AS9100 国际航空航天质量管理体系认证
	ISO9001(2000)质量体系认证
环境体系认证	TS16949 质量管理体系认证
	ISO14001 环境体系认证
安全体系认证	通过 UL、CUL、CE、TUV、CB 等安规认证
其他	OHSAS18001 职业健康安全管理体系认证

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

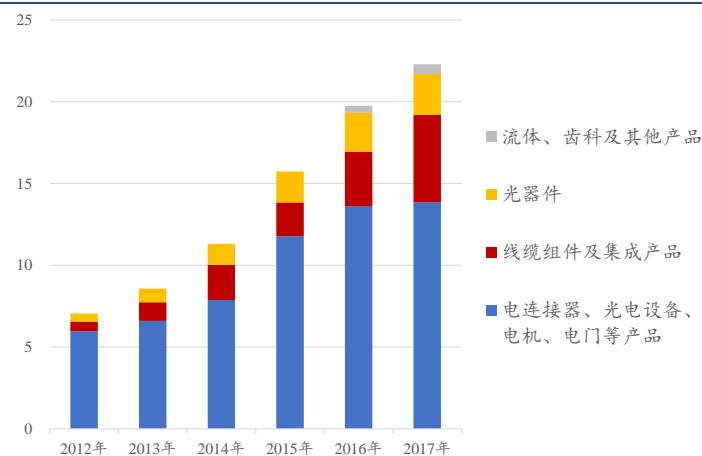
公司营业收入自 2007 年上市以来年复合增长率为 28.47%；归母净利润年均复合增长率为 25.16%，综合毛利率稳定在 33%-35%。公司的连接器产品在军用和民用领域均具有较高的市场地位，其中军品业务约占公司总营业收入的 55%-60%。在立足军品的基础上，公司坚持军民融合发展战略，充分参与市场竞争，在通信、新能源汽车、轨交等领域布局成效显著。

图表 14：中航光电 2012-2017 年收入构成情况



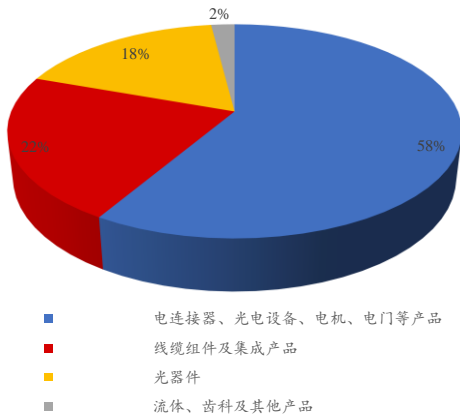
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 15：中航光电 2012-2017 年毛利构成情况



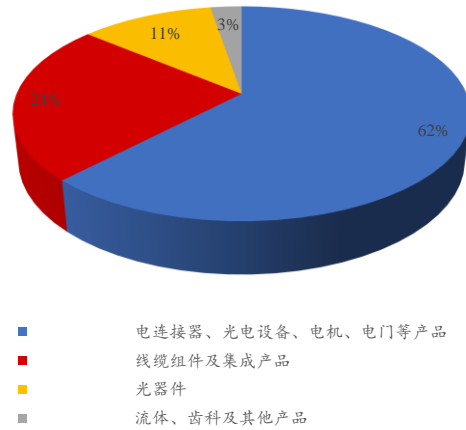
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 16：2017 年中航光电收入结构



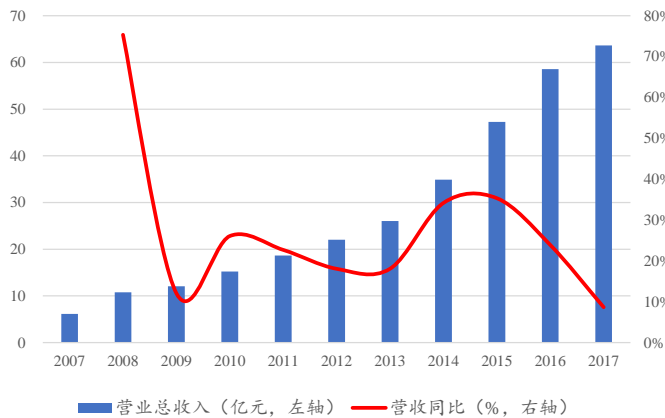
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 17：2017 年中航光电毛利结构



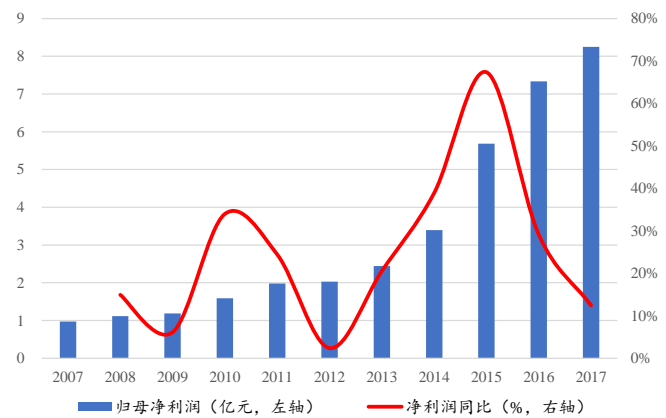
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 18：中航光电上市以来营业收入情况



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 19：中航光电上市以来归母净利润情况



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

2017 年 1 月 18 日，公司向高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员等共 266 名激励对象授予限制性股票 595.72 万股，占授予日公司总股本的 0.9887%，授予价格为 28.19 元/股。限售期 2 年，解锁期 3 年。解锁条件包括：可解锁日前一财务年度净资产收益率分别不低于 13.00%、13.30%和 13.60%；可解锁日前三财务年度营业收入复合增长率不低于 15.00%；可解锁日前一财务年度营业利润率不低于 12.20%，且三个指标均不低于同行业平均水平。

图表 20：公司 A 股限制性股票激励计划（第一期）授予情况

姓名	职务	获授的限制性股票的份额 (万股)	占授予总量的比例	占授予日总股本的比例
郭泽义	董事长	11.5	1.9304%	0.0191%
赵勇	总经理	11.0	1.8465%	0.0183%
陈学永	总工程师	10.5	1.7626%	0.0174%
陈戈	副总经理	10.5	1.7626%	0.0174%
李森	副总经理	10.5	1.7626%	0.0174%
刘阳	副总经理、财务总监 兼董事会秘书	10.0	1.6786%	0.0166%
王艳阳	副总经理	10.0	1.6786%	0.0166%
张新波	副总经理	9.5	1.5947%	0.0158%
中层以上管理人员、核心技术 (业务) 人员、子公司高级管 理人员和核心骨干共 258 人		512.22	85.9833%	0.8501%
合计 (266 人)		595.72	100.0000%	0.9887%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

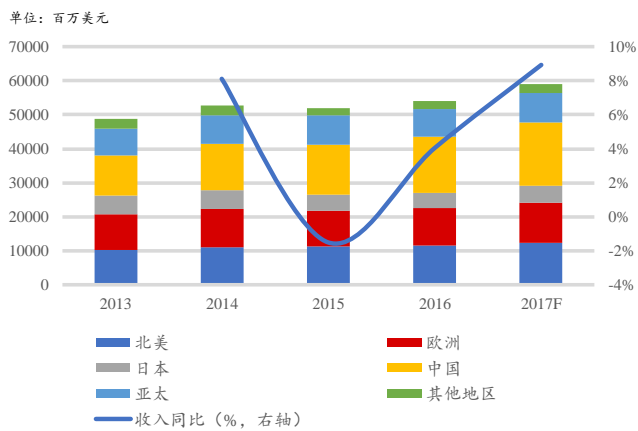
根据股权激励计划中营业收入 3 年复合增长率不低于 15.00% 的解锁条件来测算，公司的营业收入规模将在 2020 年突破 100 亿元，营业利润规模将突破 10 亿元。我们认为，中航光电通过实施股权激励计划，有助于充分调动管理层和骨干员工的积极性，利好公司中长期发展。

二、行业景气驱动业绩增长，多点布局打开未来成长空间

据 Bishop Associates 数据显示，全球连接器规模从 1980 年的 86 亿美元增长到 2016 年的 544 亿美元，年复合增长率为 5.26%。预计 2017 年全球连接器市场规模将达到 630 亿美元，2016 至 2021 年全球连接器行业的复合增长率将达到 5.30%。

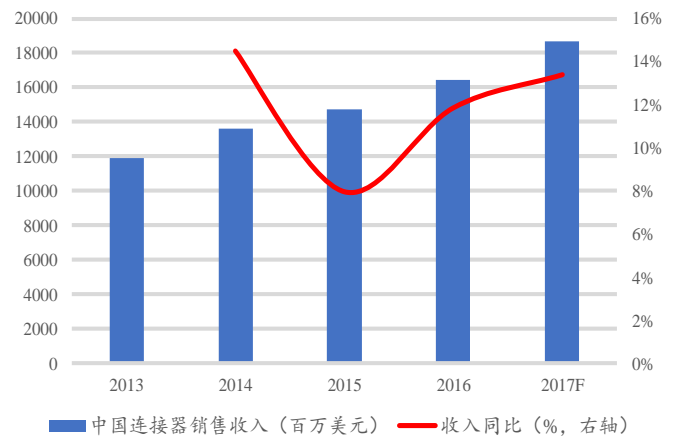
随着北美和欧洲将工厂及生产活动转移至亚太地区，以及亚太区消费电子、移动设备和汽车领域的兴起，中国已逐渐成为全球连接器最重要的市场之一。2016 年中国连接器市场规模约为 165 亿美元，占据全球市场份额超过 30%，远高于经济发达的欧洲及北美地区。据 Bishop Associates 数据显示，未来我国连接器市场规模仍将保持较高的增速水平，预计 2018 年国内连接器规模将达到 179.94 亿美元，2015-2020 年年复合增长率将达到 10.90%。此外，从连接器各细分市场及前沿领域看，亦具备良好的市场前景。中航光电的产品定位为军用连接器以及高端民用市场，约占整体连接器市场份额的 5%。

图表 21：各地区连接器销售收入



资料来源: Bishop&Associates, 太平洋证券整理

图表 22：我国连接器销售收入和同比增长率



资料来源: Bishop&Associates, 太平洋证券整理

(一) 国防信息化建设加速推进，军用连接器市场空间广阔

军用连接器，又称特种连接器，是指用在军工设备上面的特殊连接器，在军事武器装备和航天用途的各类电子系统中，尤其是在器件与组件、组件与机柜、系统与子系统之间，起着电气连接和信号传递的重要作用，可应用于航空、航天、兵器、船舶、电子、指挥系统、核工业等多个军工领域。

在组成军用装备系统的所有电连接器中，只要任意一个电连接器中的任意一个接点失效，就可能导致整个系统的瘫痪、失效和重大事故的发生。因此，军用连接器不同于民用连接器和其他连接器，它必须适应各种复杂严苛的工作环境条件，在复杂的军事环境中可靠的工作，通常要求：

- 较宽的工作温度范围(-55℃~125℃甚至-65℃~200℃)，以适应各种军事环境和军用场合；
- 抗腐蚀、耐潮湿、耐高冲击和振动、耐高低温交变、低气压、绝缘材料真空脱气、高气密、防电晕、防沙尘和防霉菌等；
- 具有低而稳定的接触电阻和较低的电压驻波比，保证电信号不中断；
- 具有较严格的制造加工和装配精度，坚固可靠的结构，并能经受高等级的试验。

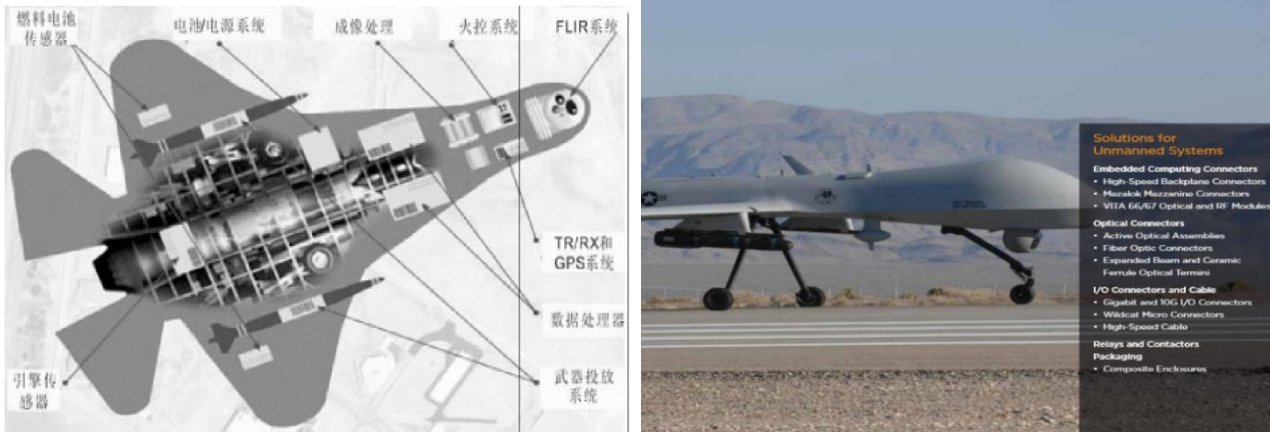
图表 23：军事/航天连接器种类及应用

种类	简介	特点	应用领域	产品示例
纳小型连接器	它是近年在国外迅速兴起的且值得关注的一种连接器类型。其本质上是一种更小的微小型连接器	尺寸小、重量轻、可靠性高，军事应用领域非常广泛	可应用于无人驾驶航空器(UAVs)、导弹制导以及通讯卫星、卫星照相电子设备、相控阵雷达系统、探测器及航天飞机的导航系统等。	
高电压连接器	国内的高电压连接器是近几年才起步，但也已取得了重大突破，目前正在实现型谱化	工作在1KV 以上的连接器	应用于航空电子设备、X射线装置、飞行员用头盔式显示器、头盔式瞄准装置、地面、机载雷达系统、行波管等	
光纤连接器	可用于超过10Gb/s的数据传输	更高的宽带、更快的传输速度、更轻的重量、抗EMI/RFI且材料廉价	可用于喷气式战机和联合攻击机(JSF)，机载警报控制系统(AWACS)的战机和F/A18 歼击轰炸机进行光纤升级，以及航母的光纤电路	
圆形连接器	为低频类电连接器，是军事/航天电子装备使用量最大的一种连接器	采用轻量而坚固耐用的复合材料及表面处理技术；超小型化；宇航级实现工程化；派生的品种丰富	供以太网用的USB 和RJ45产品、脱落-拉脱-推拉-拉线机柜式产品、气密与灌封产品、滤波产品、穿舱产品等	
射频连接器与电缆组件	这类连接器主要是满足从地面发射至空间环境条件下使用的高性能、高可靠连接器和组件	技术含量较高，应用环境恶劣复杂，技术难度相当大，是保障整机性能的关键原件之一	星载雷达天线与发射/接收系统和各类宇航级装备的射频传输连接	

资料来源：军事/航天连接器发展态势研究，太平洋证券整理

如下图中所标出的这些部位是无人机上使用的电连接器或互连电缆线束组件的全部区域。采用了小而轻且满足高性能标准的电连接器，可确保无人机的可靠性、安全性和工作寿命。由于无人机载荷量有限，且长时间在目标区域上空徘徊，因此需要减少电连接器的尺寸和质量。互连系统的设计也要求长期耐久性、耐凝结腐蚀，并耐引擎引起的振动以及可能产生的武器振动。

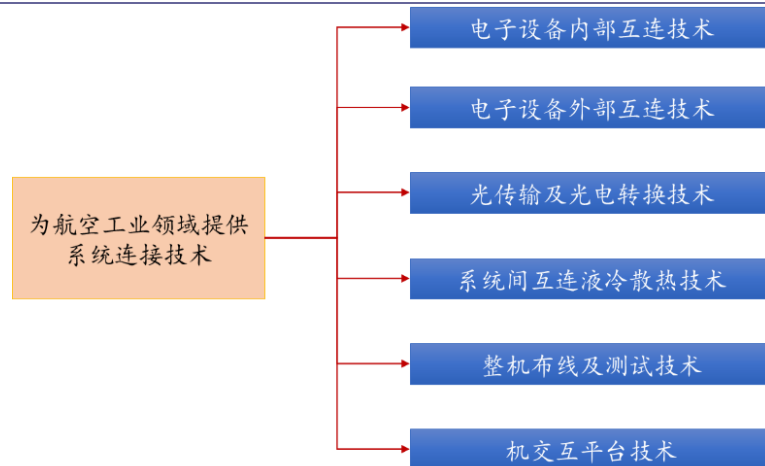
图表 24：无人机子系统和电子装备选用电连接器部位图示



资料来源：军用电连接器创新发展研讨，太平洋证券整理

中航光电作为军用连接器龙头企业，一直以来为航空系统提供高品质连接器产品以及解决方案，公司的军品已有 300 个系列，30 万个品种，产品涉及航空、航天、兵器、船舶、电子、指挥系统、核工业等各个军工领域。同时公司正在逐步从电子元器件单品向集成化产品发展，已初见成效，不断向军用飞机（包括各类新型军用飞机如新型战斗机、直升机、大型运输机、无人机等）以及通用飞机中推广，如为翼龙 II、C919、领航 150、AG600 等飞机提供综合设备柜、电信号传输、1394b 总线传输、系统互连电缆组件等一系列高可靠的互连配套服务。公司正在不断从连接器单品供应商转型为互连技术解决方案提供商，集成化产品的价值量相对于连接器单品将有大幅提升，公司的成长空间将进一步扩大。

图表 25：中航光电为航空工业领域提供的系统连接技术



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

2011 年 12 月，公司通过了 C919 大型客机供应商设计制造初始能力审核，准予纳

入“中国商飞总装制造中心批准的供应商清册”。公司正式成为国产大型客机配套研制单位之一，也是目前唯一一家连接产品配套供应商。

中航光电为 C919 提供了电子设备集成安装架共 9 项产品，并为中国商飞提供了机上客舱 EWIS 的敷设、安装和端接以及地面“三鸟”试验平台的 EWIS 系统的搭建等技术服务工作，融合多项创新的综合设备架以高精度的冷却风流量控制保障机载电子设备的安全稳定运行。公司产品应用领域将进一步扩大，为公司进入全球民用航空制造链创造了条件。

图表 26：中航光电为 C919 提供的集成化产品



资料来源：公司新闻，太平洋证券整理

2017 年 12 月 24 日，我国自主设计研制的鲲龙-600（AG600）水陆两用飞机在珠海首飞成功。AG600 填补了我国在大型水陆两栖飞机研制领域的空白，机上 98% 的结构及系统零件由国内供应商提供，将充分带动我国相关上下游产业的发展。

中航光电为 AG600 飞机提供了全机 80% 以上机载设备集成互连解决方案，分别用于驾驶舱设备柜、通舱设备柜等 14 项集成化产品，能够实现全机飞控、液压、通信导航、指示记录以及操作等各系统的集成互连。同时，作为国内第一家“全机电缆自动化检测方案”的提供商，中航光电将自动化检测手段充分应用到全机电气线路互连系统的检测与故障定位中，为 AG600 总装下线和全机通电打下了坚实基础。

图表 27：中航光电技术人员为 AG600 提供技术支持



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

日前由中航光电承担的国家科技重大专项课题“CAP 系列核电厂核级特殊电缆和电缆连接器组件自主化研制”完成先期研究，进入样机试制阶段，标志着第三代核电连接技术国产化再获突破性进展。中航光电研制的核电连接器，主要集中在核电站的最核心部位——安全壳内部，起到信号和电力传输的作用，标志着公司的核心技术取得重大突破，公司将借助该课题的实施，打造国内核电互连技术及产业中心，增强公司的核心竞争力。

信息化武器装备通常拥有复杂的电子系统，一架现代歼击机使用的电连接器约 4500 多件，神舟飞船仅推进舱和电源系统就使用了各类电连接器 500 多套，随着国防信息化建设的加速推进，将为公司的军用连接器产品打开广阔的市场空间。

(二) 积极布局迎接 5G 时代，通信业务拐点渐行渐近

公司在通信领域的产品主要包括光器件等，由于 4G 的建设高峰已过，公司的通信业务增速在 2015 年有所放缓，随着 5G 建设高峰的到来，中航光电的通信业务或将迎来拐点。

图表 28：公司通信领域主要产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

通信业务在公司民品业务收入中占比超过 50%，主要客户包括中兴、华为、三星、爱立信等无线基站和数据中心设备的核心供应商。

图表 29：公司通信领域下游主要客户



数据来源：公司公告，太平洋证券整理

目前 4G 建设的高峰已过，而 5G 建设尚未爆发，为了避免通信行业的周期性对公司带来的风险，公司加大对新产品的开发力度。目前，公司研发的光柔板技术已进入国际最前沿，第六代高速背板连接器也代表了国内最高水平，公司的高速传输产品正在逐步进入通讯系统的核心网领域。

公司在 2016 年中标了“2016 年工业强基工程”56Gbps 高速连接器项目，获得国家扶持资金 4620 万元。56Gbps 高速连接器是应用于高速互连系统传输速率最高的元器件，

大量应用于数据网络领域、无线通信领域、军用计算机等关键装备，是 5G 移动通信、超级计算机等先进通信技术和数据网络技术发展必备的关键元器件。公司将成为国际上第二家、国内首家拥有 56Gbps 高速连接器的高速互联解决方案的供应商。

图表 30：2016 年工业强基工程中标结果公示

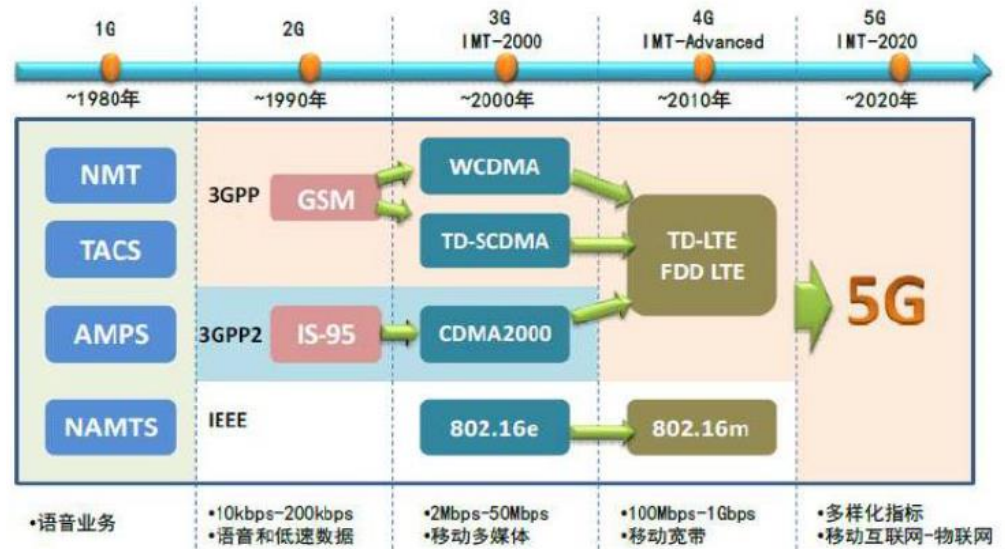


The screenshot shows a webpage from 'China Industrial Strong Foundation Information Network'. The main title is '2016年工业强基工程国内公开招标中标候选人公示--中国电子进出口总公司'. It lists the tender name as '工业和信息化部规划司', the agency as '中国电子进出口总公司', and the project as '2016年工业强基工程'. The tender number is '0714-EMTC02-5593'. The announcement date is '2016年5月13日' and the result announcement period is '2016年6月4日--6月6日'. The project is divided into two packages: '包1: 医用CT机用高能x射线管组件' and '包2: 56Gbps高速连接器'. The winners for package 2 are listed as: 第一名: 中航光电科技股份有限公司, 第二名: 四川华丰企业集团有限公司, and 第三名: 贵州航天电器股份有限公司.

数据来源：中国工业强基信息网，太平洋证券整理

我国的移动通信技术发展到现在，共经历了四个发展阶段。第一代（1G）通信技术，通过模拟传输，速度低，质量差，只能进行语音通话；第二代（2G）通信技术采用更密集的技术结构以及引用智能技术，增加了接收数据的功能；第三代（3G）移动通信标准于 2008 年正式提出，中国提交的 TD-SCDMA 成为国际标准，随后迅速风靡全球并占据 20% 的无线市场；第四代（4G）移动通信技术在 3G 的基础上提出，4G 集 3G 与 WLAN 于一体，能够以 100Mbps 以上的速度下载，并能够快速传输数据、高质量、音频、视频和图像等。第五代（5G）是 4G 之后的延伸，2013 年正式提出，目前正在研究中，5G 网络的理论下行速度为 10Gb/s，较第四代通信技术相比，其用户体验、传输延时、系统安全和覆盖性能等各方面都有显著的提高。

图表 31：我国移动通信技术发展历程

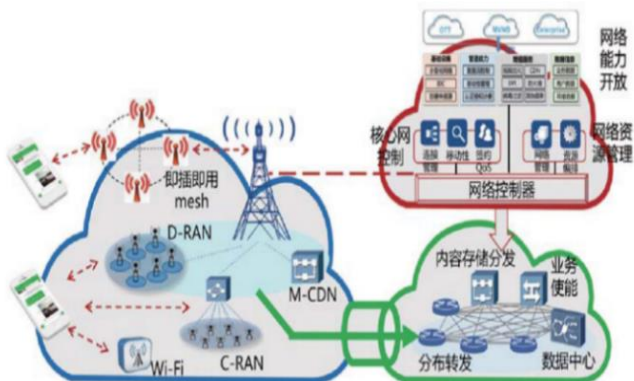


资料来源：IMT-2020(5G)推进组，太平洋证券整理

中国在 2001 年启动了 3G 技术研发试验，2008 年启动 4G 技术研发试验。2012 年国家工业和信息化部部长苗圩表示：4G 时代来临，牌照即将下发。2013 年 12 月 4 日，工信部向中国移动、联通、电信三大电信运营商发放了 4G 牌照，标志着中国 4G 时代的大幕正式开启。随后，我国的通信产业迎来了一个发展的高峰，LTE 配套传输光纤网络系统和 4G 基站大量建设，刺激了相关上游零部件厂商以及下游运营商的业绩增长。

现在距 4G 首批商用网络建成已近 6 年，4G 也已经在全球范围内实现规模商用，从 2016 年开始 4G 建设的高峰基本结束，5G 开始成为业界的研发焦点。中国于 2016 年 1 月启动了 5G 技术试验，为保证实验工作的顺利开展，IMT-2020 (5G) 推进组在北京怀柔规划建设了 30 个站的 5G 外场。

图表 32：5G 网络构架关键技术



图表 33：5G 时间工作计划



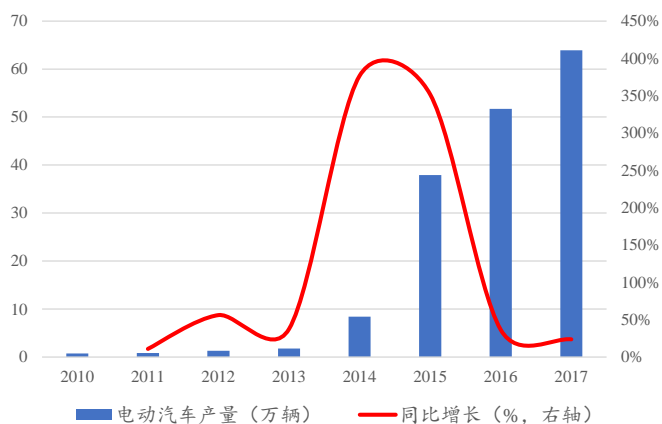
资料来源：IMT-2020(5G)推进组，太平洋证券整理

工信部发布的《信息通信行业发展规划（2016-2020年）》中明确提出，5G将于2020年正式商用。从2016年到2018年，我国的5G基础研发测试分为三个阶段，在5G第二阶段试验完成之后，第三阶段试验将于2017年底或2018年初启动；据预计，5G第一个标准版本将于2018年6月完成，完整版本或将于2019年9月完成，并有望在2020年实现大规模商用，中航光电的通信业务将充分受益。

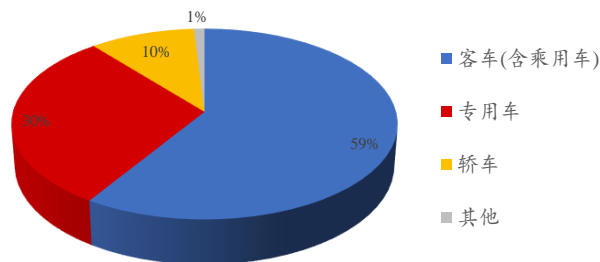
（三）把握新能源汽车发展机遇，技术优势确保行业领先地位

受我国密集出台的一系列鼓励政策影响，新能源汽车近几年产销量呈现爆发式增长。2017年，我国新能源汽车产销量分别达到79.4万辆和77.7万辆，同比分别增长53.8%和53.3%，产销量同比增速分别提高了2.1和0.3个百分点。在乘用车方面，纯电动乘用车产销量分别完成47.8万辆和46.8万辆，同比分别增长81.7%和82.1%；插电式混合动力乘用车产销量分别完成11.4万辆和11.1万辆，同比分别增长40.3%和39.4%。在商用车方面，纯电动商用车产销量分别完成18.8万辆和18.4万辆，同比分别增长22.2%和21.5%；插电式混合动力商用车产销量均完成1.4万辆，同比分别下降24.9%和26.6%。

图表 34：2010-2017 年新能源汽车销量（万辆）



图表 35：2017 年新能源汽车细分市场比例



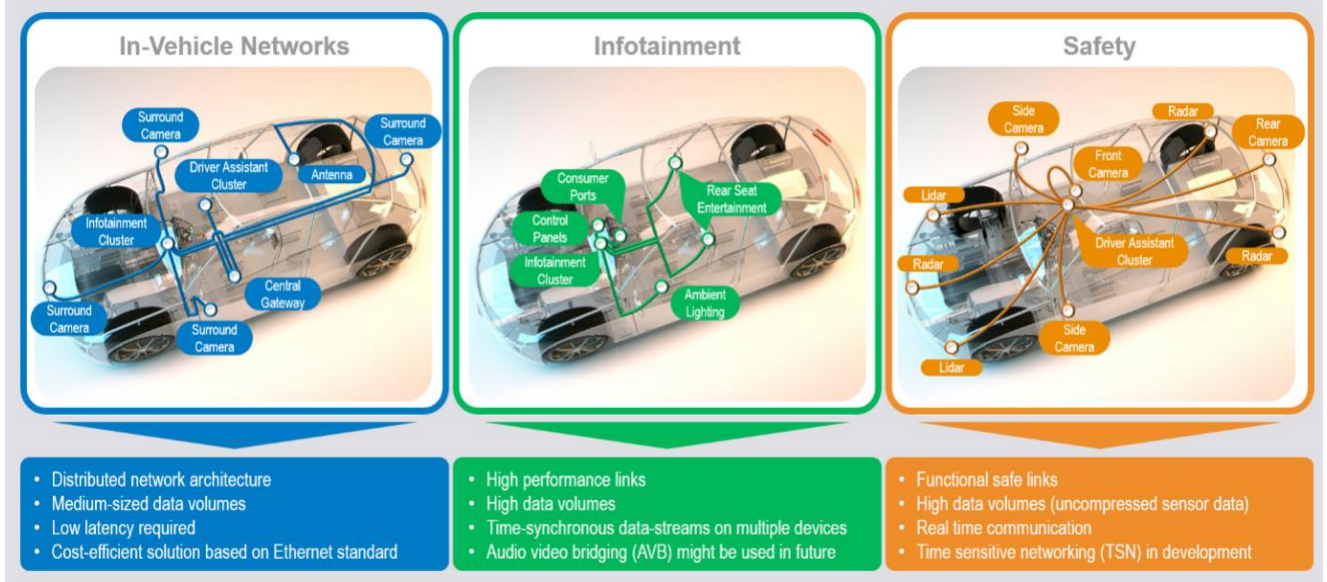
资料来源：汽车工业协会，太平洋证券整理

在国务院公布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）》中提出，到2015年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到50万辆。《中国制造2025》明确部署了我国电动汽车产业的未来发展计划，到2020年，自主品牌电动汽车年销量突破100万辆，在国内市场占70%以上；到2025年，与国际先进水平同步的电动汽车年销量300万辆，在国内市场占80%以上。同时要明显增强配套能力，到2020年，动力电池、驱动电机等关键系统达到国际先进水平，在国内市场占有率80%；到

2025 年，动力电池、驱动电机等关键系统实现批量出口。未来新能源汽车在全球的需求将达到 1 亿辆，在中国市场的需求将达到 2000 多万辆，整个行业规模将达到 3000 亿左右。

中混、插电式混合动力和纯电动车三大类新能源汽车都以高电压高电流为基础，电压从 14 伏到 100 伏，电流也从 100 安培到 500 安培，也将有可能达到 600 伏电压和 500 安培电流，因此安全性非常重要，这就对汽车所有零部件的质量和性能有非常高的要求，连接器对于整个新能源汽车和充电设施的质量保证起着举足轻重的作用。在新能源汽车连接器整车上高压连接器主要应用场景有：DC、水暖 PTC 充电机、风暖 PTC、直流充电口、动力电机、高压线束、维修开关、逆变器、动力电池、高压箱、电动空调、交流充电口等。

图表 36：新能源汽车连接器示意图

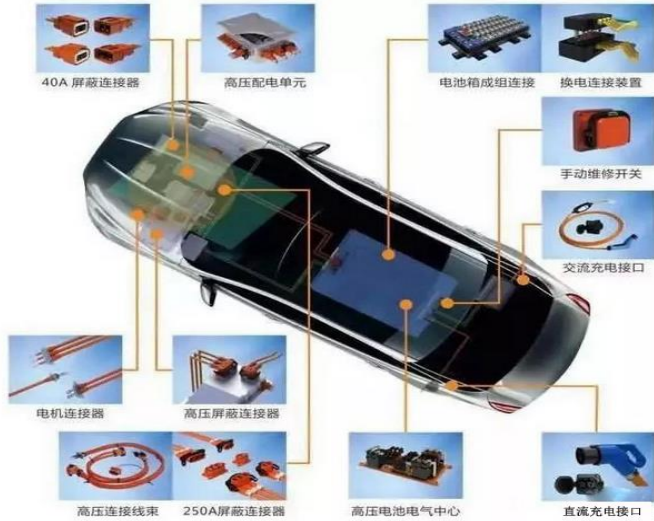


资料来源：TE 官网，太平洋证券整理

中航光电靠军用连接器起家，产品可靠性高，质量稳定，在研制生产耐高压、大电流连接器方面有着不可比拟的优势。2014 年，为了适应国内新能源汽车事业的发展，中航光电成立“新能源汽车事业部”。新能源汽车大功率液冷充电解决方案取得技术突破，奠定了公司在大功率充电领域的领先地位。公司通过向比亚迪、奇瑞、江淮、长安、众泰、宇通等国内知名汽车制造厂家了解信息，开发了 CT34E、CT34T、DY3、BPC、直流充电枪和插座等产品，通过公司发达的销售网络迅速提供给各大车厂样品，吹响了中航光电连接器进入新能源汽车领域的号角。公司的新能源汽车事业部不断加大基础研究，在电动汽车领域的专利应用数量达 30 多项，开发了全新一代 RC、MPCL、

HVIL、CT34C 等系列化连接器。公司开发的国标充电枪、充电插座已通过国家检测部门的测试,并取得了强制性检验报告。

图表 37：新能源汽车连接器应用示例



图表 38：中航光电新能源汽车连接器产品应用



资料来源：电动汽车资源网，太平洋证券整理

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司主要为新能源汽车提供驱动系统互连方案、高压系统互联方案、充换电系统互联方案以及信号系统互联方案，涉及的产品主要包括大电流连接器，信号连接器，高压连接器等。目前公司的新能源汽车业务在公司民品业务中约占到 30%-40%，未来公司仍将把新能源汽车连接器产品作为公司发展的重要战略方向。

图表 39：公司新能源汽车领域主要产品

解决方案	产品	示例图
驱动系统互连方案	大电流连接器	
高压系统互联方案	信号连接器	
	高压互锁连接器	
充换电系统互联方案	后备箱换电连接器	
信号系统互联方案	圆形电连接器	

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

目前公司下游主要合作客户包括奇瑞、江淮、比亚迪、宇通等自主品牌。公司在 2010 年加入了电动汽车标准化委员会，开始参与我国电动汽车高压连接部分的标准制定。2015 年新能源汽车连接器新品订货达到 4.6 亿元，短短一年时间成长为公司第二大民品业务。到 2016 年末，公司募投的新能源及电动车线缆总成产业化项目已投入完成，达到预定可使用状态，受益于相关政策支持，公司的新能源业务将进一步扩张。

图表 40：中航光电新能源汽车下游厂商



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

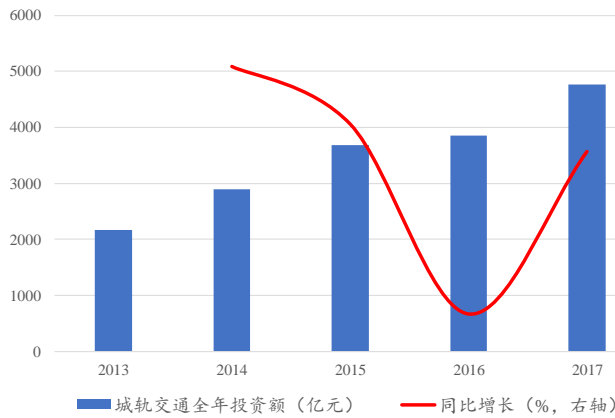
此外，公司还面向国际客户积极布局全球市场。公司的国际客户包括两方面，一方面是向国外企业在我国境内设立的分公司提供产品和服务，并争取与其共同研发，以求最大程度上满足客户的需求，比如向大众在国内设立的分公司提供服务。另一方面是公司通过走出国门拓展国外客户，2017 年公司在德国设立了分公司，目前正在积极与欧洲汽车厂家进行业务沟通和洽谈，进行项目联合研发。设立该分公司的目的是为了布局欧洲新能源汽车的市场，因为对于汽车行业来说，欧洲是全球最为重要的地理节点之一。中航光电在德国设立的分公司预计未来将成为打开海外市场的突破口，为新能源汽车业务带来新的发展机遇。

(四) 轨道交通产业高景气延续，受益列车国产化率提升

我国的轨道交通产业正在迎来重大发展机遇。2016 年 6 月，国家发展改革委、交通运输部印发了《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，提出 2016-2018 年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7

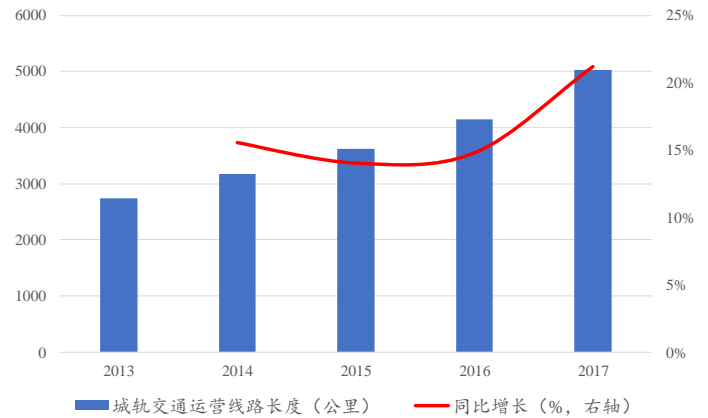
万亿元，以完善快速交通网、基础交通网、城际城市交通网为重点。根据“十三五”规划，截止到2020年全国铁路网规模将达到17.4万公里，高速铁路网将达到3.8万公里，到2030年我国铁路规模将达到20万公里左右，其中高速铁路4.5万公里左右，截止到2030年铁路总体投资额将超过8万亿。到2020年，将新建城际铁路约8000公里，覆盖98%的节点城市和近60%的县。

图表 41：城轨交通全年投资额



资料来源：中国城市轨道交通协会，太平洋证券整理

图表 42：城轨交通运营线路长度



资料来源：中国城市轨道交通协会，太平洋证券整理

根据中国城市轨道交通协会发布的《2017年城市轨道交通行业统计报告》，2017年中国内地城轨交通完成建设投资4762亿元，在建线路长度6246公里，在建项目可研批复投资额累计38756亿元。截至2017年末，共有62个城市的城轨交通线网规划获批（含地方政府批复的18个城市），规划线路总长7321公里。中国内地（不含港澳台地区）共计34个城市开通城市轨道交通并投入运营，开通线路165条，运营线路长度达到5033公里。其中，地铁3884公里，占比77.2%；其他制式城轨交通运营线路长度约1149公里，占比22.8%。2017年新增运营线路32条，同比增长24.1%；新增运营线路长度880公里，同比增长21.2%。全年累计完成客运量185亿人次，同比增长14.9%。拥有2条及以上运营线路的城市已增至26个，占已开通城轨交通城市的76.5%。

轨连接器的价值约占整车价值的1.2%-1.5%，目前我国的铁路客车连接器国产化率为80%-90%，铁路机车连接器国产化率50%-60%，城轨车辆连接器国产化率70%-80%，动车组连接器国产化率20%-30%，仍有较大进口替代空间，预计未来三年轨道交通连接器复合增速将达到10%。随着我国轨道交通行业投资力度的加大，轨交里程数将持续提升，同时由于高铁动车整车国产化率的提高，将会带动上游国产连接器等元器件需求的增长，进口替代将持续加速推进。目前公司应用于城市轨道交通的产品共有8大类，为轨道交通所提供的解决方案包括机车车辆系统互联方案和铁路信

号系统互联方案，主要产品包括铁路圆形、矩形电连接器等。

图表 43：公司在轨道交通领域的主要产品

解决方案	产品	示例图
机车车辆系统 互联方案	圆形连接器	
铁路信号系统 互联方案	矩形连接器	
浮动解决方案	电连接器	

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

中航光电与国内各大地铁制造商及相关配套厂家有着密切合作，光电连接器产品已经形成全产业链，铁路信号系统用连接器也占据国内 70% 的市场份额。公司为电机系统提供的电机连接器，应用于北京 10 号线，青岛 2 号线，成都 7 号、10 号线；为转向系统提供的速度、温度传感器连接器及转向架线束，应用于北京 16 号线和深圳 2 号、5 号、9 号线；为牵引及辅逆系统提供的库用电源连接器、光纤连接器等，应用于深圳 7 号、9 号线，上海 9 号线，乌鲁木齐 1 号线等。

图表 44：公司为“复兴号”配套连接器及线缆组件



图表 45：公司连接器在动车中的具体应用



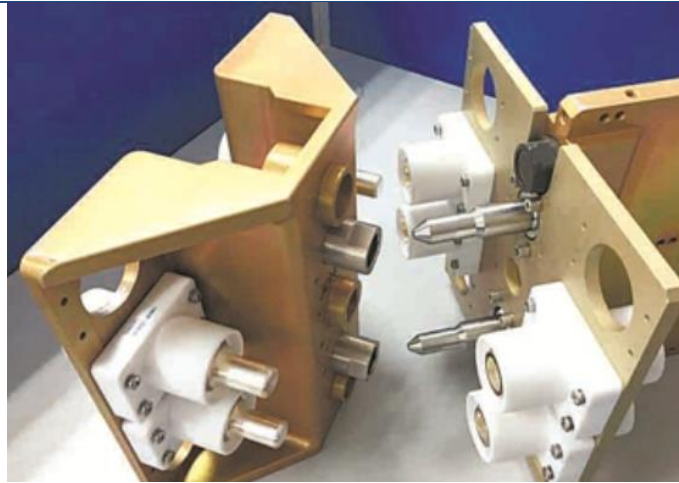
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

2016 年 4 月，公司成功中标中车长春轨道客车股份有限公司承接的重庆轨道环线项目。2017 年，具有完全自主知识产权、达到世界先进水平的中国标准动车组——“复兴号”在京沪高铁首发，其旅客信息系统和车载列控系统配套的多型号线缆组件均由中

航光电提供。

目前公司正从单一的连接器和线缆组件生产向完整的系统集成、互联设备发展。与客户联合开发的 ATO 机柜(自动驾驶机柜)、CC 机柜(车载控制器机柜)、车下高压开关箱、高压熔断器箱等设备已在多条线路上应用，向集成化高附加值产品的转型将有助于公司巩固行业地位，提高盈利能力。

图表 46：中航光电设计的牵引系统用连接器



资料来源：公司新闻，太平洋证券整理

公司的控股子公司沈阳兴华为国内轨道交通连接器领先企业，沈阳兴华用于轨交的产品主要包括动车用二次电源，轨道交通车端跨接电缆等产品，已积累了多年的技术经验和客户基础，未来将充分受益于轨道交通产业的发展。

(五) 新业务布局多点开花，打造盈利新增长点

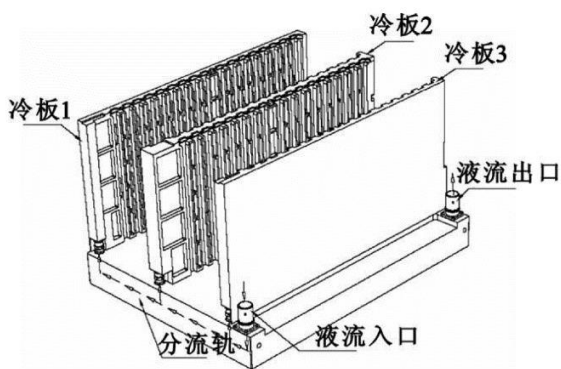
公司于 2017 年 10 月发布公告称拟发行可转换公司债券募集资金，本次募集的资金将用于公司的新技术产业基地项目和光电技术产业基地项目，拟扩大相关产品生产规模，重点开发生产高技术含量、高附加值的液冷产品、光有源及光电设备产品、高速背板产品及 VPX 系统产品、新能源电动汽车电子产品等。

1. 液冷连接器

近年来，随着航空、航天、船舶、兵器等防务领域的急速发展，军用武器装备的集成化程度越来越高，电子设备的发热功率也急剧增加，其散热高度集中，对电子设备的可靠性提出了更高的要求。国内对液冷产品的需求量也逐渐增大。预计在未来 5 到 10 年内，液冷技术将是高发热电子设备实现散热的主要方式。

当前国内 IDC（互联网数据中心）机房主要采用风冷技术，未来随着对节能环保以及降低成本、提高性能等因素的考量，液冷技术有望在 IDC 建设中得到普及。根据调研机构 IDC 数据显示，2015 年我国 IDC 市场规模达 518 亿元，同比增长 39.30%，预计未来三年 IDC 增速将维持在 30% 左右，到 2018 年市场规模将达到千亿级别。中航光电生产的液冷连接器目前已被多家著名 IDC 运营商采用，且相对于海外生产商，公司的产品具有较大的成本优势，随着新技术产业基地的建成，中航光电的液冷连接器业务有望取得更好的发展。

图表 47：液冷机架结构设计示意图



图表 48：液冷产品示例

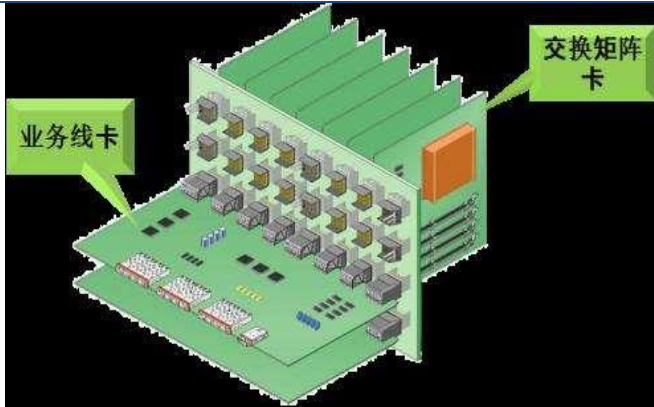


资料来源：《综合模块化航空电子的液冷设计》，太平洋证券整理

2. 高速背板

信息时代电子设备要求高性能化、高速化和轻薄短小化，高速背板是当下高端电子设备制造领域最关键的技术。随着计算机技术发展，数据量急剧增大，高速背板需求量逐年递增。据 Prismark 报告显示，2008 年至 2016 年，中国 PCB 行业产值从 150.37 亿美元增至 271.23 亿美元，年复合增长率高达 7.65%，远超全球整体增长速度 1.47%。另外，在数据通信领域，据市场研究公司 Jefferies equity 预测，中国移动、中国联通、中国电信对于 5G 网络建设的投资总额将高达 1800 亿美元，大幅超出 2013 年至 2020 年其在 4G 网络上估计 1170 亿美元的投入，总投入增长约 53.85%。高速背板连接器作为用于数据中心背板与子板之间高速信号的连接与传输的重要代表产品，预计未来需求将会有较大增长空间。

图表 49：高速背板产品结构示意图



图表 50：中航光电 GFII 系列高速背板连接器

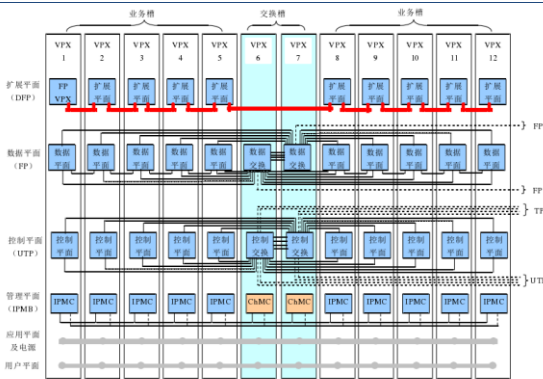


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

3. VPX 系统

目前各大高校和研究所已经开始采用最新的 VPX 架构系统，应用于新一代综合航电系统、火控雷达指挥与控制系统、图像及声纳处理系统、航空宇宙及防御系统、大容量数据库、高中端服务器、信息传输设备、加固型计算机、工控机及医疗设备等领域。此外，国内一些研究所正在积极的推进用 VPX 架构系统对旧系统进行升级改造，如某军用通讯单位正在对新一代电台和飞行控制系统进行新一代（VPX 架构系统）系统升级改造。目前广泛应用于分布式基站连接以及通讯机柜连接的 VPX 高低频混装连接器属于该类产品中的高端代表产品。随着 VPX 标准在民品领域得到广泛应用后，中航光电 VPX 架构系统平台产品的需求数量和产值预计将会显著增加。

图表 51：VPX 应用原理图



图表 52：VPX 系统产品示例



资料来源：《基于 VPX 和国产芯片的以太网交换板设计》，太平洋证券整理

这些新项目投资将有利于促进公司的军用技术向民用技术转化，促进公司连接器业务转型升级，满足军民领域高端产品需求，逐渐形成公司新的业绩增长点。

三、盈利预测及估值

公司作为军用连接器的龙头企业，未来将充分受益于国防信息化建设的加速推进，5G 通信、新能源车、轨道交通等高景气行业有望驱动民品业务持续增长，液冷、高速背板等新领域布局将打造更多的盈利增长点。我们认为，公司营业收入未来三年将保持 15%-20% 的年复合增长率，综合毛利率稳定在 35% 左右。预计公司 2018-2020 年的净利润为 10.23 亿元、12.03 亿元、14.02 亿元，EPS 为 1.29 元、1.52 元、1.77 元，对应 PE 为 33 倍、28 倍、24 倍，维持“买入”评级。

图表 53：公司业务拆分及预测

单位：亿元	2017			2018E			2019E			2020E		
	营业收入	毛利率	净利润	营业收入	毛利率	净利润	营业收入	毛利率	净利润	营业收入	毛利率	净利润
军工	35.5	44%	15.6	42.8	44%	18.8	49.5	44%	21.8	57.2	44%	25.2
通信	14.5	16%	2.3	17.5	15%	2.6	20.2	15%	3.0	23.3	16%	3.7
新能源车	9.5	33%	3.1	11.5	33%	3.8	13.2	33%	4.4	15.3	32%	4.9
轨交	3.2	35%	1.1	3.6	35%	1.3	3.9	35%	1.4	4.2	35%	1.5
其他	0.9	20%	0.2	1.3	20%	0.3	1.9	20%	0.4	2.4	20%	0.5
总计	63.6	35%	22.3	76.7	35%	26.8	88.7	35%	31.0	102.4	35%	35.8

资料来源：Wind，太平洋证券整理

根据中航光电的主营业务和产品结构，我们选取了航天电器、得润电子、立讯精密、永贵电器、电连技术作为可比公司。中航光电的 ROE、毛利率、净利率均高于行业平均水平，PE、PB 均低于行业平均水平，具备较为明显的估值优势。

图表 54：可比公司估值情况

公司名称	证券代码	ROE (加权)	毛利率	净利率	EPS	PE (TTM)	PB	PS
中航光电	002179.SZ	18.41%	35.04%	13.62%	1.05	38.92	6.37	5.23
航天电器	002025.SZ	13.81%	36.23%	13.22%	0.73	33.53	4.08	4.00
得润电子	002055.SZ	8.83%	14.75%	2.53%	0.38	112.59	3.99	1.84
立讯精密	002475.SZ	14.09%	20.00%	7.66%	0.53	47.74	5.75	3.89
永贵电器	300351.SZ	6.61%	38.85%	13.63%	0.47	30.98	1.93	4.62

电连技术	300679.SZ	18.98%	46.71%	25.47%	3.52	32.40	3.56	7.72
平均值		12.46%	31.93%	12.69%	1.11	49.36	4.28	4.55

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

四、风险提示

军品订单不及预期；新能源车行业景气度下降；新业务拓展不及预期。

资产负债表 (百万)						利润表 (百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,403.85	1,648.15	1,823.35	2,541.59	3,714.51	营业收入	5,854.80	6,361.81	7,672.35	8,869.23	10,243.96
应收和预付款项	2,208.52	2,973.03	4,659.45	6,273.35	6,354.03	营业成本	3,878.88	4,132.84	4,984.20	5,761.74	6,654.81
存货	1,278.17	1,337.64	1,917.31	1,845.41	2,500.54	营业税金及附加	28.95	34.06	41.08	47.49	54.85
其他流动资产	1,680.66	1,867.03	37.11	37.11	37.11	销售费用	282.04	298.62	360.13	416.31	480.84
长期股权投资	88.78	99.59	99.59	99.59	99.59	管理费用	779.80	855.78	1,032.08	1,193.08	1,378.01
投资性房地产	0.53	0.51	0.42	0.34	0.25	财务费用	23.17	79.85	-11.59	-38.70	-59.97
固定资产和在建工程	1,507.32	1,693.95	1,434.56	1,175.17	915.78	资产减值损失	50.98	75.25	-	-	-
无形资产开发支出	223.93	205.46	239.98	205.38	170.78	投资收益	28.45	34.36	-	-	-
其他非流动资产	1,938.68	2,204.33	76.38	71.36	71.36	公允价值变动	-	-	-	-	-
资产总计	8,509.88	10,030.18	10,288.16	12,249.30	13,863.95	其他经营损益	-	-	-	-	-
短期借款	464.00	530.89	-	-	-	营业利润	839.44	968.33	1,266.45	1,489.31	1,735.43
应付和预收款项	1,420.72	1,676.49	3,192.21	3,984.06	4,236.18	其他非经营损益	50.19	8.06	-	-	-
长期借款	180.69	180.69	180.69	180.69	180.69	利润总额	889.63	976.39	1,266.45	1,489.31	1,735.43
其他负债	1,832.11	2,213.91	490.64	490.64	490.64	所得税	113.14	110.02	189.97	223.40	260.31
负债合计	3,897.52	4,601.98	3,863.54	4,655.38	4,907.50	净利润	776.49	866.37	1,076.48	1,265.91	1,475.12
股本	602.51	790.98	790.98	790.98	790.98	少数股东损益	42.72	41.02	53.28	62.66	73.02
资本公积	980.60	972.96	806.41	806.41	806.41	归母股东净利润	733.77	825.35	1,023.19	1,203.25	1,402.10
留存收益	2,509.48	3,273.99	4,233.22	5,339.85	6,629.36	预测指标					
归母公司股东权益	4,107.09	4,889.58	5,830.61	6,937.24	8,226.75	EBIT	931.23	967.57	1,254.86	1,450.61	1,675.46
少数股东权益	505.27	538.63	591.91	654.57	727.59	EBITDA	1,088.15	1,133.36	1,553.95	1,749.71	1,969.53
股东权益合计	4,612.36	5,428.20	6,422.52	7,591.81	8,954.34	NOPLAT	769.19	855.69	1,066.63	1,233.02	1,424.14
负债和股东权益	8,509.88	10,030.18	10,286.05	12,247.19	13,861.84	净利润	733.77	825.35	1,023.19	1,203.25	1,402.10
现金流量表(百万)						EPS	1.22	1.05	1.29	1.52	1.77
经营性现金流	231.00	480.09	1,039.92	776.17	1,225.53	BPS	5.19	6.18	7.37	8.77	10.40
投资性现金流	-240.82	-287.19	-	-	-	PE	29.75	37.42	32.62	27.74	23.81
融资性现金流	-7.30	62.00	-601.47	-57.92	-52.62	PB	5.32	6.37	5.72	4.81	4.06
现金增加额	23.15	-26.76	438.45	718.24	1,172.91	PS	3.73	4.90	4.35	3.76	3.26

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。