

2020年07月20日

亚光科技 (300123.SZ)

军用微波第一阵营，卫星、弹载拉动业绩高成长

■ **军工电子老牌企业，微波组件第一阵营。**公司原名“太阳鸟”，2017年以12.95元/股发行股份，作价33.42亿元购买亚光电子97.38%股权，从此切入军工电子领域，船艇+军工双主业运行。亚光电子为原国营970厂，为国内最大的微波半导体器件、微波电路军工企业之一，处于行业第一梯队，技术水平领先，公司微波领域产品型谱齐全，是目前国内上市公司中体量最大的军用射频芯片及元器件研制企业。用户覆盖广泛，营收体量、盈利规模显著高于其余公司，是国内稀缺的平台型老牌军工企业。

■ **受益卫星互联网星座、弹载领域行业高景气，订单饱满，扩产在即。**公司下游客户覆盖面较广，均为军工集团的科研院所及相关工厂，产品基本覆盖了各个细分领域最领先的整机院所。下游产品应用于星载、机载、舰载、弹载和地面平台的雷达等：

低轨卫星星座蓬勃发展，公司积极扩充产能以应对卫星领域爆发的需求。未来三年卫星互联网方面业务有望爆发，按照目前我们汇总的公开披露的由国家队建设的星座计划，按照未来三年预计发射1000颗，平均每年约300多颗，按照公司当前的配套金额估测，新增卫星配套业务的订单很大，有望再造一个成都亚光。公司现有产能已严重不足，目前正在逐步进行扩产。

受益于导弹战略储备增加及实战化训练拉动，公司弹载微波业务进入快车道。公司与航天科工二院25所共建“微波高密度集成工艺技术联合实验室”。航天科工二院是中国最大的空天防御导弹研制生产单位，是中国导弹工业的摇篮，二院25所是我国精确制导领域骨干研究所。

2020年，是我国武器装备建设十三五规划的冲刺年，订单放量预期较大，积攒的订单有望集中体现。中长期，公司与二院25所的战略合作模式，为公司客户渠道上深度绑定，嫁接中长期的发展订单需求。

产能扩充在即，高增长可期。2020年6月，公司公告拟通过公开发行可转换公司债券募集资金，主要投入至公司电子业务的扩产、技改项目，以应对客户井喷式的需求，巩固公司在行业的地位，进一步提升公司综合研发实力及核心竞争力和持续盈利能力。

公司快报

证券研究报告

船舶制造

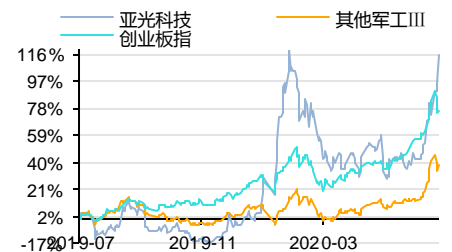
投资评级 **买入-A**

6个月目标价：**24元**
 股价(2020-07-17) **16.94元**

交易数据

总市值(百万元)	17,069.27
流通市值(百万元)	9,794.87
总股本(百万股)	1,007.63
流通股本(百万股)	578.21
12个月价格区间	6.51/17.22元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	37.85	18.99	16.35
绝对收益	52.63	50.74	89.01

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
 fengfz@essence.com.cn

相关报告

- **此外，公司微波芯片发展快速，5G 建设有望打开公司微波组件更大民用空间。** 亚光电子于 2008 年开始进行芯片设计，2010 年成立子公司华光瑞芯，2014 年与三安光电等共同投资建设了砷化镓、氮化镓等材料芯片流片生产线。华光瑞芯主要产品是砷化镓、氮化镓、锗硅系列微波射频和高速模拟芯片，频率覆盖范围达到 100GHZ，具有频带宽、功耗低、集成度高、成本低、出货周期短等独特的优势，主要用于 5G、无线通信、汽车电子和物联网应用。2019 年公司外销芯片增长迅速，亚光电子本部自研芯片外销客户从 2018 年的 7 家增长到超过 100 家，销售型号数量从 2018 年 36 项增长到接近 200 项；华光瑞芯自研芯片 2019 年出货量也同比增长 196%。5G 通信向高频段拓展，微波组件的军民融合程度有望不断提升。亚光电子早前期积极布局 5G 通信领域，2018 年开始研发用于 5G、雷达、卫星等的系列功放芯片并与华为、中兴等建立合作。
- **国内复合材料船艇龙头，船艇业务逐步改善。** 船艇业务为母公司原有业务，公司是国内领先的全材质的游艇、商务艇和特种艇的系统方案提供商，同时是国内规模最大、设计和研发技术水平最高、品种结构最齐全的复合材料船艇企业之一。受经济下行和航运市场萧条影响，船舶市场需求疲软以及前期海警局暂停大量招标，近年来业绩压制，有望逐步改善。
- **股权激励计划彰显公司发展信心。** 2020 年 1 月 16 日，公司发布 2020 年股票期权与限制性股票激励计划（草案），限制性股票和股票期权占计划公告时公司股本总额的 5.16%。其中股票期权考核指标为：2020-2022 年营收增速分别不低于 30%、40%、50%（基于 2018 年），实现了公司利益的绑定，彰显公司对未来业绩增长的信心。
- **投资建议：** 军工电子业务是公司业务最大的亮点和增长点，公司处于国内微波组件行业内第一梯队，受益于武器装备建设高速发展和国产替代进程加速。预计公司 2020~2022 年净利润分别为 3.50、4.68 亿元、6.03 亿元，EPS 为 0.35 元、0.46 元、0.6 元，给予“买入-A”投资评级。
- **风险提示：** 船艇业务发展不及预期；军工订单低于预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,411.3	2,205.6	2,811.4	3,468.7	4,163.1
净利润	159.4	279.6	350.4	468.0	602.6
每股收益(元)	0.16	0.28	0.35	0.46	0.60
每股净资产(元)	4.71	4.94	5.25	5.66	6.19
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	107.1	61.0	48.7	36.5	28.3

市净率(倍)	3.6	3.4	3.2	3.0	2.7
净利润率	11.3%	12.7%	12.5%	13.5%	14.5%
净资产收益率	3.4%	5.6%	6.6%	8.2%	9.7%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
ROIC	3.7%	6.9%	6.2%	8.3%	9.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,411.3	2,205.6	2,811.4	3,468.7	4,163.1	成长性					
减:营业成本	929.0	1,660.6	2,085.3	2,448.3	2,895.5	营业收入增长率	34.8%	56.3%	27.5%	23.4%	20.0%
营业税费	13.2	14.4	19.7	22.5	27.8	营业利润增长率	65.9%	-7.0%	79.9%	61.5%	30.3%
销售费用	49.3	58.0	75.9	90.2	116.6	净利润增长率	65.1%	75.4%	25.3%	33.6%	28.8%
管理费用	116.3	115.2	239.0	294.8	374.7	EBITDA 增长率	77.3%	16.5%	5.0%	44.8%	20.0%
财务费用	43.9	74.1	37.0	48.5	20.9	EBIT 增长率	98.5%	28.2%	5.8%	58.5%	23.3%
资产减值损失	25.9	-	13.4	13.1	8.8	NOPLAT 增长率	52.6%	97.3%	-3.2%	37.3%	21.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.4%	7.2%	2.4%	1.4%	4.8%
投资和汇兑收益	2.0	1.2	1.1	1.4	1.2	净资产增长率	3.3%	4.9%	6.0%	7.9%	9.4%
营业利润	204.4	190.2	342.2	552.6	720.1	利润率					
加:营业外净收支	6.6	-0.9	2.3	2.7	1.4	毛利率	34.2%	24.7%	25.8%	29.4%	30.4%
利润总额	211.0	189.4	344.6	555.3	721.4	营业利润率	14.5%	8.6%	12.2%	15.9%	17.3%
减:所得税	42.2	-91.3	-	74.4	108.2	净利润率	11.3%	12.7%	12.5%	13.5%	14.5%
净利润	159.4	279.6	350.4	468.0	602.6	EBITDA/营业收入	29.9%	22.3%	18.4%	21.6%	21.6%
						EBIT/营业收入	19.8%	16.3%	13.5%	17.3%	17.8%
						运营效率					
						固定资本周转天数	232	152	125	97	77
						流动资产周转天数	431	320	267	239	222
						流动营业资本周转天数	673	498	439	416	383
						流动资产周转天数	341	243	180	170	150
						应收帐款周转天数	164	125	119	113	104
						存货周转天数	1,762	1,216	1,012	872	759
						总资产周转天数	1,421	967	794	656	564
						投资资本周转天数	1,198	1,421	926	813	704
						投资回报率					
						ROE	3.4%	5.6%	6.6%	8.2%	9.7%
						ROA	2.3%	3.7%	4.2%	5.6%	6.9%
						ROIC	3.7%	6.9%	6.2%	8.3%	9.9%
						费用率					
						销售费用率	3.5%	2.6%	2.7%	2.6%	2.8%
						管理费用率	8.2%	5.2%	8.5%	8.5%	9.0%
						财务费用率	3.1%	3.4%	1.3%	1.4%	0.5%
						三费/营业收入	14.8%	11.2%	12.5%	12.5%	12.3%
						偿债能力					
						资产负债率	33.5%	33.7%	34.3%	32.9%	28.8%
						负债权益比	50.3%	50.8%	52.2%	49.0%	40.4%
						流动比率	1.67	1.51	1.53	1.61	1.93
						速动比率	1.29	1.10	1.12	1.18	1.40
						利息保障倍数	6.37	4.84	10.26	12.39	35.48
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.03	0.04	0.05	0.07
						分红比率	12.3%	10.8%	11.6%	11.6%	11.3%
						股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	315.9	309.2	394.1	486.3	583.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,638.7	1,333.4	1,478.0	1,798.0	1,671.2
应收票据	233.4	409.7	605.6	623.6	773.9
预付帐款	63.3	103.5	192.3	120.6	236.5
存货	693.3	836.8	1,016.8	1,159.5	1,253.4
其他流动资产	48.1	113.7	66.9	76.2	85.6
可供出售金融资产	28.0	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	60.3	57.9	57.9	57.9	57.9
固定资产	868.4	990.8	958.9	918.2	869.7
在建工程	211.7	349.8	319.0	321.9	329.6
无形资产	340.0	389.1	363.5	337.8	312.2
其他非流动资产	2,760.3	2,745.3	2,719.6	2,740.2	2,733.5
资产总额	7,261.3	7,639.2	8,172.5	8,640.2	8,907.2
短期债务	785.8	877.5	1,030.5	948.9	799.6
应付帐款	364.7	367.2	689.2	765.9	722.1
应付票据	134.7	174.5	208.1	291.6	262.2
其他流动负债	501.6	640.7	523.0	634.1	603.3
长期借款	367.6	359.8	172.7	-	-
其他非流动负债	275.3	152.4	178.0	201.9	177.5
负债总额	2,429.7	2,572.2	2,801.5	2,842.4	2,564.5
少数股东权益	89.9	89.4	83.7	96.5	107.1
股本	559.8	1,007.6	1,007.6	1,007.6	1,007.6
留存收益	4,180.2	3,969.8	4,279.7	4,693.6	5,228.1
股东权益	4,831.6	5,067.1	5,370.9	5,797.7	6,342.8

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	168.8	280.6	350.4	468.0	602.6
加:折旧和摊销	145.8	134.3	137.3	146.8	156.5
资产减值准备	25.9	39.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	66.2	104.1	37.0	48.5	20.9
投资损失	-2.0	-1.2	-1.1	-1.4	-1.2
少数股东损益	9.3	1.0	-5.8	12.9	10.6
营运资金的变动	-582.1	-277.2	-210.4	-172.2	-366.6
经营活动产生现金流量	-254.8	291.9	307.4	502.5	422.7
投资活动产生现金流量	-94.7	-297.9	-35.3	-89.8	-87.8
融资活动产生现金流量	463.1	-13.0	-187.1	-320.7	-237.2

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.16	0.28	0.35	0.46	0.60
BVPS(元)	4.71	4.94	5.25	5.66	6.19
PE(X)	107.1	61.0	48.7	36.5	28.3
PB(X)	3.6	3.4	3.2	3.0	2.7
P/FCF	67.5	-2,624.1	183.3	105.5	116.5
P/S	12.1	7.7	6.1	4.9	4.1
EV/EBITDA	14.4	17.9	35.0	23.7	19.5
CAGR(%)	41.8%	29.8%	49.4%	41.8%	29.8%
PEG	2.6	2.1	1.0	0.9	1.0
ROIC/WACC	0.4	0.7	0.6	0.8	1.0
REP	3.0	2.2	4.8	3.5	2.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
刘晓萱		010-83321365	liuwx1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034