



东兴证券
DONGXING SECURITIES

军事信息化投资加大，防空指挥控制系统龙头前景光明

——天和防务（A12072）

2014 年 8 月 21 日

建议申购

天和防务

新股定价

摘要：

军事防空指挥自动化趋势方兴未艾，防空指挥控制系统是防空体系的灵魂和中枢。末端防空的主要防空火力为便携式防空导弹、小口径高炮和弹炮结合武器系统等，全球装备便携式防空导弹的国家约有 105 个，其中大多数为发展中国家，且装备数量较大。预计，公司目标出口国的防空指挥控制系统的市场容量有 400 多亿元。我军目前的指挥自动化系统建设水平落后于欧美发达国家，与信息化条件下一体化联合指挥作战的需要尚有较大差距，国内的需求处于起步期。

先发优势、技术优势和资质壁垒确保公司的龙头地位。由于行业的高壁垒特和军方采购“先入为主”的特点，国内潜在竞争对手进入该市场的难度较大；且公司产品技术水平先进，作战效费比比较高，具有明显的竞争优势。盈利能力强，安全边际厚。公司综合毛利率 2011 年为 70%。销售净利率达到 43.7%，远高于其他民营军工电子上市公司。

国内市场处于起步期，“技术转让+联合生产”助力国际市场开拓。军方对定型产品的持续采购时间较长，一般为 5-10 年，公司产品自 2008 年实现向军方首批销售，未来几年军方持续采购的可能性较大。综上，未来几年内公司产品的国内市场需求将稳定发展，公司有望获得持续性的订单。公司以“技术转让+联合生产”模式促进散件出口。另外，维修零部件与配套销售市场逐渐成长。公司募投项目主要用于连续波雷达系统系列产品建设项目和军民两用防务技术研发中心建设项目。建成达产后，将新增年产便携式防空导弹指挥系统 80 套、区域防空群通信指挥系统 20 套、雷达等核心部件 25 套的能力。将实现年营业收入 72,600 万元，年均新增净利润 21,463 万元。

盈利预测及投资建议。我们预计军工产品将维持 70%以上的毛利率。募投项目达产后收入将是原来的三倍多。预期公司 2014-2016 年的摊薄后的每股收益为 1.33、1.64 元和 2.18 元。合理价格在 66.50 元左右，对应 2014 年 PE50 倍，目前发行价 55 元较为合理。建议申购。

财务指标预测

指标	12A	13A	14E	15E	16E
营业收入（百万元）	348.17	303.40	358.01	440.35	554.85
增长率（%）	13.70%	-12.86%	18.00%	23.00%	26.00%
净利润（百万元）	162.70	146.43	159.38	197.06	261.11
增长率（%）	21.57%	-10.00%	8.85%	23.64%	32.50%
每股收益（元）	1.810	1.630	1.328	1.642	2.176
净资产收益率（%）	30.60%	25.38%	22.13%	21.95%	23.05%
PE					

孙玉姣

执业证书编号：S1480514020001

010-66554090

sunyj@dxzq.net.cn

中小市值团队：弓永峰 侯建峰 高坤 孙玉姣
宋凯 何昕 罗柏言 汤杰

询价区间

55-60

上市首日定价区间

66-78

发行上市资料

总股本（万股）	9000.00
发行量（万股）	3000
发行日期	20180822
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	中信证券股份有限公司
预计上市日期	上市日期

发行前财务数据

每股净资产（元）	6.20
净资产收益率（%）	26.40%
资产负债率（%）	22.10%

主要股东和持股比例

贺增林	53.204%
-----	---------

目 录

1. 公司为末端防空指挥控制系统的龙头企业	3
1.1 公司为末端防空指挥控制系统的龙头企业	3
1.2 公司股权结构较为集中，核心高管激励充分	4
1.3 募集资金使用	4
2. 军事防空指挥自动化趋势方兴未艾	5
2.1 指挥自动化成为军事信息化的重要组成部分	5
2.2 末端防空指挥控制系统成为当代防空的灵魂和中枢	6
2.3 末端防空地位提升，指挥控制系统需求空间巨大	7
3. 先发优势、技术优势和资质壁垒确保公司的龙头地位	7
3.1 末端防空指挥控制系统的进入壁垒高，市场化竞争程度较低	7
3.2 行业壁垒高，公司护城河宽	8
3.3 盈利能力强，安全边际厚	9
3.4 国内市场处于起步期，“技术转让+联合生产”助力国际市场开拓	10
4. 盈利预测与投资建议	11
5. 估值定价	11
6. 风险提示	12

表格目录

表 1：公司主营产品情况	3
表 2：公司募投项目分析	5
表 3：行业壁垒及公司的竞争优势	8
表 4：可比上市公司市盈率	11

插图目录

图 1：基于 TH-G701 和 TH-S311 的区域防空指挥控制体系示意图	4
图 2：目前公司股权结构	4
图 3：中国军费开支	6
图 4：发达国家军费开支	6
图 5：公司毛利率比较	9
图 6：公司毛利率	9
图 7：公司营业收入结构（2011 年）	10
图 8：公司分业务毛利率（2011 年）	10

1. 公司为末端防空指挥控制系统的龙头企业

1.1 公司为末端防空指挥控制系统的龙头企业

公司主营业务为以连续波雷达技术和光电探测技术为核心的侦察、指挥、控制系统的研发、生产、销售及技术贸易。主要产品为末端防空指挥控制系统系列产品, 包括便携式防空导弹指挥系统系列产品和区域防空群指挥系统系列产品两个类别。全资子公司天伟电子为军品业务平台, 母公司为民品业务产业化平台, 目前正在开展的民品业务主要包括要地周界安防系统、边防侦察信息化系统、抛弃式温深探测系统、通用航空飞行器多源低空监视设备和水下自主航行探测器 (AUV) 系列产品。公司营业收入绝大部分来源于天伟电子, 民用产品均处于研制阶段, 尚未形成收入。

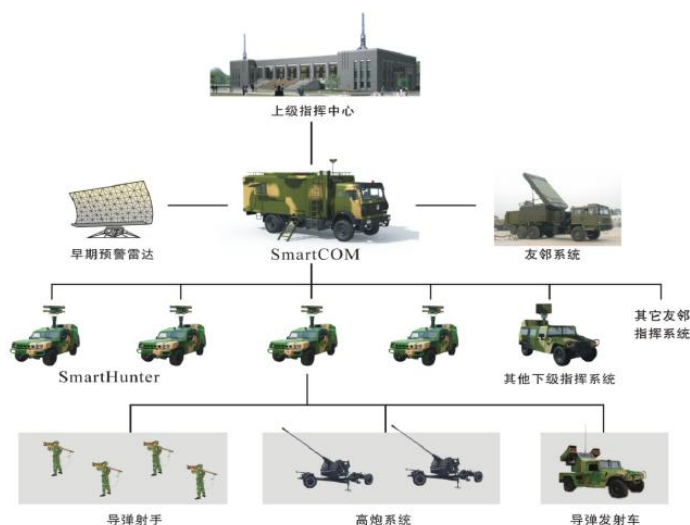
由于技术要求高、军工资质及产品型号立项难度较大、定型要求严格且所需周期较长等原因, 军工电子行业存在较高的进入壁垒, 国内潜在竞争对手较难进入或需要较长时间才能进入。另外, 由于国际先进军用技术的技术封锁和军品禁售的制约, 国外类似产品进入我国的可能性不大。公司仍能保持龙头优势地位。

表 1: 公司主营产品情况

类别	产品系列	用途
便携式防空导弹指挥系统系列	TH-S311、TH-S216、TH-S711	为武器系统级指挥控制系统, 应用于便携式防空导弹的作战指挥, 其主要作战对象为武装直升机、强击机和歼轰机。该产品弥补了便携式防空导弹在早期预警、搜索瞄准、敌我识别及协同作战等方面的不足, 实现导弹引导瞄准的智能化、自动化、协同化和信息化, 全面提升了便携式防空导弹的信息化作战能力。系统由雷达单元、作战指挥单元, 导弹引导单元以及配套的通信系统和车载平台等组成。
区域防空群指挥系统	TH-G701 野战通信指挥系统、TH-G701A 野战通信指挥系统	为战术级区域防空群指挥控制系统, 应用于区域地面防空群的作战指挥, 主要指挥对象是便携式防空导弹排/班、高炮营/连、弹炮混编营等。通过信息综合、融合和处理, 形成作战指挥决策, 对所属火力单元指挥系统实施指挥控制, 组织区域近程低空防御力量实施打击。主要由作战指挥单元、语音通信单元、视频单元以及作为系统支撑的通信系统和车载平台系统组成。
两者联合使用		可组成区域地面防空群; TH-G701 组网使用, 可形成区域低空近程防空火力覆盖

资料来源: 招股意向书, 东兴证券研究所

图 1：基于 TH-G701 和 TH-S311 的区域防空指挥控制体系示意图

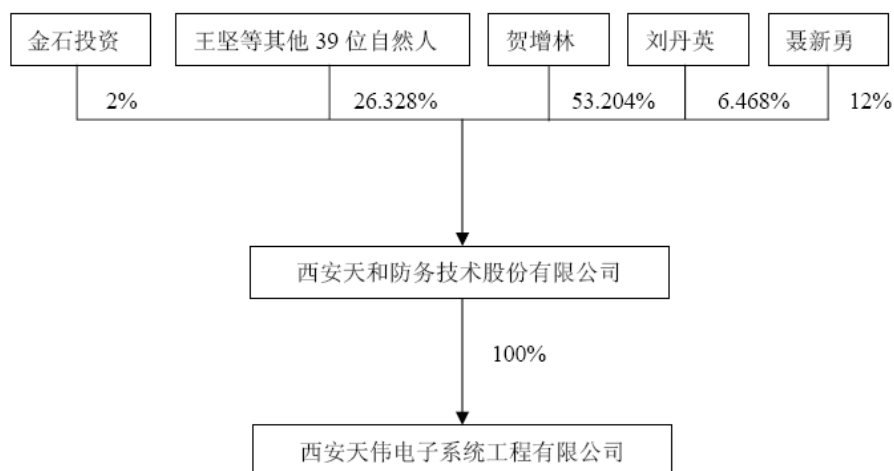


资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

1.2 公司股权结构较为集中，核心高管激励充分

公司拟向社会公开发行人 3000 万股，发行后总股本达到 12000 万股，公开发行股数占发行后总股本比例的 25%。贺增林为公司的实际控制人，目前持有公司 53.204% 的股权，为公司第一大股东。近三年，公司实际控制人未发生变更。刘丹英、聂新勇等其他自然人持有 44.796% 的股权，金石投资持有 2% 的股权。核心高管层均持有公司股票，激励充分。

图 2：目前公司股权结构



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

1.3 募集资金使用

公司募投项目主要用于连续波雷达系统系列产品建设项目和军民两用防务技术研发中心建设项目。

其中, 23,689 万元用于连续波雷达系统系列产品建设项目项目建成达产后, 将具备新增年产便携式防空导弹指挥系统 (含 TH-S216、TH-S311 和 TH-S711) 80 套、区域防空群通信指挥系统 (含 TH-G701、TH-G701A) 20 套、雷达等核心部件 25 套的能力。建设期为 2 年, 第 3 年投产, 生产负荷为 60%, 第 4 年达产, 达产后新增产能将实现年营业收入 72,600 万元, 年均新增净利润 21,463 万元。

另外, 10,260 万元用于军民两用防务技术研发中心建设项目, 建设期计划为 2 年。研发重点为雷达电子技术研究开发和光电技术。大力开发满足市场需要的升级换代的三坐标雷达; 以三坐标雷达为核心开发新一代作战指挥系统; 将低截获低空侦察雷达核心技术应用于对地面目标的侦察和监视, 研制地面侦察雷达。在光电技术方面, 研制新一代多波段综合光电侦察系统, 并以光电雷达为核心开发“猎影二代”系统; 以光电技术在探测方面的功能为基础, 开发系列光电产品如昼夜光电观测仪、舰船用夜间观测设备、车辆夜间和雾天用夜视设备等光电系列产品。

表 2: 公司募投项目分析

项目名称	投资总额	建设周期
连续波雷达系统系列产品建设项目	23,689 万元	2 年
军民两用防务技术研发中心建设项	10,260 万元	2 年

资料来源: 招股意向书, 东兴证券研究所

2. 军事防空指挥自动化趋势方兴未艾

2.1 指挥自动化成为军事信息化的重要组成部分

未来战争将以信息化战争为核心标志。而指挥自动化系统是作战体系的中枢, 它实现了主战武器装备与综合电子信息系统的无缝交联, 情报信息和指挥信息的实时交换, 主战武器装备火力的高效协同控制, 以及打击效果的及时、准确评估, 从而使各作战单元联结成为一个有机整体, 提高了武器装备整体作战效能和战场生存能力。

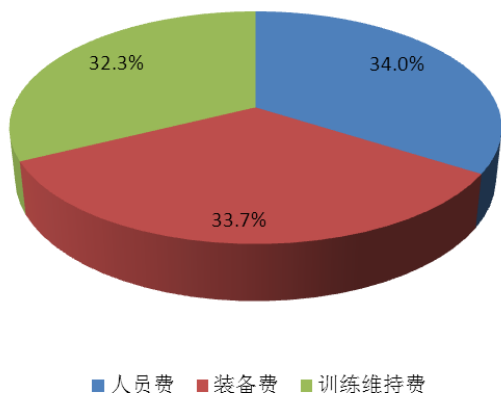
目前, 各国都大力发展指挥自动化系统, 积极推进武器装备的信息化和信息装备武器化进程, 使得指挥自动化系统自 20 世纪 90 年代以来取得了飞速发展, 现已成为军工电子行业中最具有代表性和发展最快的领域, 该领域集中了情报侦察、监视、通信、敌我识别、指挥、控制、电子战等信息化技术, 是武器装备信息化、信息装备武器化的核心和基础。

全球指挥自动化系统的发展中, 美军比较有代表性, 目前美国开发的指挥控制系统主要分为战略级和战术级。其中战略指挥控制系统 (即 GCCS) 包括全球系统、国家级和战区系统, 主要由国家进行开发建设。战术指挥控制系统主要由各军兵种负责开发建设, 如美陆军指挥控制系统主要包括旅和旅以下部队使用的战术指挥控制系统、单兵 C3I 系统。

目前我国初步形成了国家战略级指挥控制系统的体系框架，以及重要方向诸军兵种合成的战区战役级指挥控制系统及各类典型的战术级指挥控制系统，同时自主开发了针对联合作战指挥、情报综合融合、低空探测、机动通信、电子进攻的一系列高技术装备。但总体来看，我军目前的指挥自动化系统建设水平落后于欧美发达国家，与信息化条件下一体化联合指挥作战的需要尚有较大差距。

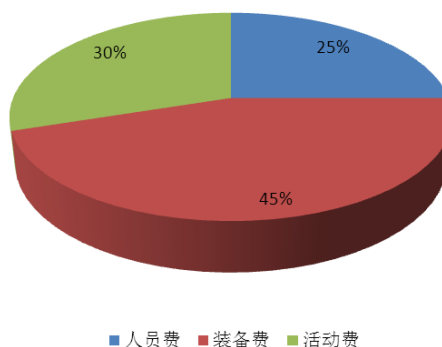
从军费支出来看，我们认为装备武器的信息化建设投入比例将提升。发达国家国防费项目结构的比例大致为：人员费占 25%-30%，装备费 40%-45%左右，活动维持费占 30%左右。而我国国防费用中用于国防装备投入的比例约为三分之一，其中又有相当大的部分用于技术水平较低的一般装备的维护。因此武器装备的信息化建设将来具有较大的提升空间。

图 3：中国军费开支



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

图 4：发达国家军费开支



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

2.2 末端防空指挥控制系统成为当代防空的灵魂和中枢

目前，国际范围内，制空权的争夺已成为决定战争胜负的重要因素，国家防空处于核心战略地位。因此，近年来世界各国都不断加强防空体系建设，SIPRI 数据显示 2000-2008 年世界各国武器进口总金额中，战机和防空系统占到近 50% 的比例。

防空指挥控制系统是防空体系的灵魂和中枢，防空兵力、兵器的运用，情报信息的收集处理等，都必须通过防空指挥控制系统来实现。末端防空指挥控制体系的建设主要应用的是战术级及武器系统级的指挥控制系统。

目前国外应用于便携式防空导弹作战指挥的较为典型的产品主要有法国的“SAMANTHA”防空告警/指挥和控制系统、俄罗斯的“П У-12М7”防空导弹指挥站、白俄罗斯的“头盔”自动化火控系统、美国的“AN/PPQ-2”便携式搜索和目标捕获雷达系统。目前国外典型的战术级指挥控制系统主要有美国的“FAADC21”前方地域防空指挥控制和情报系统、俄罗斯的“9C737”通用连指挥所等。

其中, 美国的前方地域防空指挥、控制及情报系统研究、发展、试验及鉴定费用共 4.1350 亿美元, 1993 年 5 月小批量投产, 截止 2005 年, 美国陆军购买了 31 套该系统, 装备 29 支现役部队采办费用 14.04 亿美元。

2.3 末端防空地位提升, 指挥控制系统需求空间巨大

现代空袭战多以远程精确打击和隐蔽突防精确制导攻击为主, 尽管国家及战区防空体系可以实现对来袭兵器的提前预警和层层拦截, 但拥有强大优势的敌人仍可以采取多种技术和手段突破外部防区, 对重要目标进行空袭打击。尤其在一国远程兵器数量、质量不足的情况下, 问题将更加严重。因此在重要目标周围部署防空火力, 构建末端防空体系就成为保卫重要目标的必然选择。

末端防空的主要防空火力为便携式防空导弹、小口径高炮和弹炮结合武器系统等, 其中便携式防空导弹的作战空域大, 打击精度高, 作战效能高, 能对低空来袭的战斗机、武装直升机及无人机构成较大威胁, 是末端防空的主战武器。

根据英国《简氏防务周刊》统计, 截至 20 世纪末, 全世界已生产共约 80 多万枚各种防空导弹, 其中便携式防空导弹约为 47 万枚, 占防空导弹总数的一半以上。根据瑞士独立智库国际与发展研究所“小武器调查”研究报告“Big Issue, Big Problem? — MANPADS” (2004 年 4 月 28 日) 显示, 截至 2003 年底, 全球共有约 50 万枚便携防空导弹, 分布在全球的大约 105 个国家。2007 年 9 月, 国际军火界曾预测指出, 全球未来 10 年需 8 万枚防空导弹, 总价值将超过 200 亿美元。

目前全世界便携式防空导弹数量约 50 万枚, 单兵肩扛作战是便携式防空导弹作战的主流模式, 目前世界各国装配数量较少, 绝大多数发展中国家尚未装配。按照每套单兵便携式防空导弹指挥系统配置 4-12 个射手, 每个发射装置配备 2-5 枚导弹, 3-5 套便携式防空导弹指挥系统配备 1 套野战通信指挥系统估计, 全世界所需便携式防空导弹指挥系统约 8,300 套, 野战通信指挥系统约 1,600 套。再考虑到每年新增的便携式防空导弹数量, 该类产品市场前景广阔。

根据瑞士独立智库“小武器调查”研究报告“Big Issue, Big Problem? — MANPADS” (2004 年 4 月 28 日), 全球装备便携式防空导弹的国家约有 105 个, 其中大多数为发展中国家, 且装备数量较大。保守预计, 公司出口国, 该类产品的市场容量有 400 多亿元。

3. 先发优势、技术优势和资质壁垒确保公司的龙头地位

3.1 末端防空指挥控制系统的进入壁垒高、市场化竞争程度较低

从全球角度看, 末端防空指挥控制系统领域市场化竞争程度低, 各生产企业的产品主要提供给本国军方, 产品的进出口主要并不是由市场决定, 而是由进出口国家双边关系及国家战略、国际安全局势的变化决定, 各出口国根据其全球战略和国家利益的需要, 向各自的友好国家出口武器装备。武器装备的各出口国家一般存在着较为稳定的目标对象国, 不同国家的武器装备生产企业之间一般不存在直接的市场竞争, 但存在

市场交叉的生产企业则可能存在着“谁将进入该国市场”的竞争。产品一旦进入进口国市场，该产品的生产企业则可长期保持其竞争地位。原因是产品装备进口国军队后，就融入了其国防体系，为维护其整个国防体系的安全及完整性，进口国不会轻易更换该产品，并在其后续的产品升级、技术改进和备件采购中对进口国产生路径依赖。

从国内看，军工行业存在特有的资质壁垒、市场壁垒和技术壁垒，具体表现在武器装备的科研生产需要国防科技工业主管部门的许可，严格的许可审查条件和审查流程是行业壁垒之一；武器装备需纳入军方型号管理，由军方组织项目综合论证，在军方的控制下进行型号研制和设计定型，整个项目程序严格且时间较长，研制武器装备有较高的型号研制壁垒；军工电子行业是高科技、高附加值的技术密集型行业，作为军工电子行业中最具有代表性的领域，指挥自动化领域集中了情报侦察、监视、通信、敌我识别、指挥、控制、电子战等信息化技术，具有较高的技术壁垒。

这导致目前我国军工电子行业内生产企业数量不多，行业外潜在竞争对手较难进入，整个行业处于有限竞争格局。行业内生产企业主要根据军方订单生产，生产和销售都具有很强的计划性特征，产品销售价格受市场供求关系波动的影响较小，行业市场化程度不高。

3.2 行业壁垒高，公司护城河宽

公司产品主要为出口和内销。

出口方面，公司产品主要面向发展中国家，报告期内公司在已出口区域的市场地位较为突出，已具备了一定的先发优势，预计未来一定期间内，公司将保持有利地位；在部分目标市场，由于政治、国际关系因素的影响，不存在竞争或竞争的可能性较小。

在国内销售方面，公司的 TH-S216 是通过军方设计定型批准的集低截获探测、目标指示、射击指挥、引导瞄准等功能于一体的便携式防空导弹指挥系统。目前及未来一定时间内，由于行业的高壁垒特征和军方采购“先入为主”的特点，国内潜在竞争对手进入该市场的难度较大；由于国际先进军用技术的技术封锁和军品禁售的制约，西方国家向我国出口类似产品的可能性较小；且公司产品技术水平先进，作战效费比较高，具有明显的竞争优势。

表 3：行业壁垒及公司的竞争优势

壁 垒	具 体	公 司 优 势
资 质 壁 垒	根据《武器装备科研生产许可管理条例》，国家对列入武器装备科研生产许可目录的武器装备科研生产活动实行许可管理。拟进入武器装备行业，还需要通过军工产品质量体系认证和武器装备科研生产单位保密资格审查认证。	定型产品的持续采购时间较长，一般为 5-10 年，公司产品自 2008 年实现向军方首批销售，未来几年军方持续采购的可能性较大
技 术 壁 垒	公司处于军工电子行业中的指挥自动化领域，应用于该领域的技术大多为国家尖端技术。同时由于该类产品直接向军方销售，产品质量必须符合严格的国家军用标准，该标准在产品性能、生产工艺、技术指标上往往较国家标准更加严格，对拟进入企业形成了较高的技术壁垒。	产品基于公司的 3 项国防发明专利；研发费用占营业收入比例平均为 9.41%；核心技术人才队伍强大，并采取合作开发方式

市
场
壁
垒

只有纳入军方式武器装备型号管理并通过军方主持的装备设计定型的产品才可实现对军方的销售。军方采购“先入为主”的采购特点上,一旦产品装备一国部队后,用户一般不会轻易更换该类产品,并产生技术路径依赖

国内潜在竞争对手进入该市场的难度较大;由于国际先进军用技术的技术封锁和军品禁售的制约,西方国家向我国出口类似产品的可能性较小

资料来源:招股意向书,东兴证券研究所

公司的产品中,TH-S311 便携式防空导弹指挥系统已于 2006 年获国家出口立项批准,TH-S216 便携式防空导弹指挥系统已于 2008 年获国内军方设计定型批准,TH-S711 便携式防空导弹指挥系统已于 2010 年 9 月获国家出口立项批准。区域防空群指挥系统系列产品中的TH-G701 野战通信指挥系统已于2009 年获国家出口立项批准,TH-G701A 野战通信指挥系统已于 2010 年 9 月获国家出口立项批准。TH-S711 和 TH-G701A 分别为 TH-S311 和 TH-G701 的升级产品。2010 年 9 月 19 日,国内军方批准现役某型指挥系统进行适应性改进项目,要求增配公司的 TH-S216R 便携式防空导弹指挥系统雷达,该项目已于 2011 年 4 月通过国内军方鉴定。

3.3 盈利能力强,安全边际厚

公司综合毛利率 2011 年为 70%,与其他民营军工电子上市公司相比,处于相对高位。销售净利率达到 43.7%,远高于其他民营军工电子上市公司。这主要与公司产品特性、竞争地位、定价机制、业务结构相关。公司产品均为公司多年研发形成,产品技术附加值较高的信息化军品;且产品的核心部件均由公司自行生产,公司成本控制能力强。

从研发和生产周期来看,由于公司的军品研发周期较长等特点,产品定型前发生的专项费用较大,故此部分专项费用占产品定价的比重较大。公司产品定价时是按照预计批量生产的数量,将前期的军品专项费用、专用设备费等其它成本均摊到单个产品上,形成定价时产品的单个成本较高。军工产品定型后,随着批量的增加,单位产品需分摊的专用设备费、军品专项费用等费用逐渐降低,同时由于工艺改进及劳动效率提高,单位产品需分摊的直接人工和制造费用大幅下降,批量的增加,外购材料及外协材料的价格会有所下降。随着定型之后产品的放量,整体毛利率处于提升通道。

图 5: 公司毛利率比较

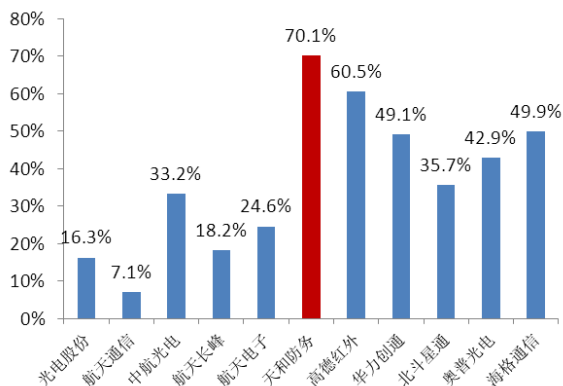
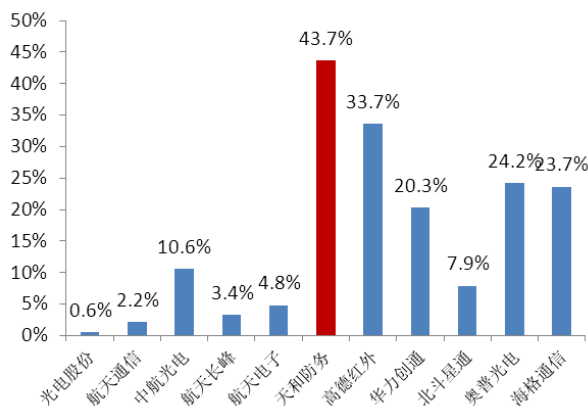


图 6: 公司净利率率



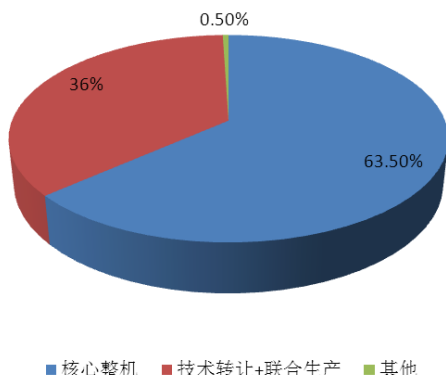
资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

3.4 国内市场处于起步期，“技术转让+联合生产”助力国际市场开拓

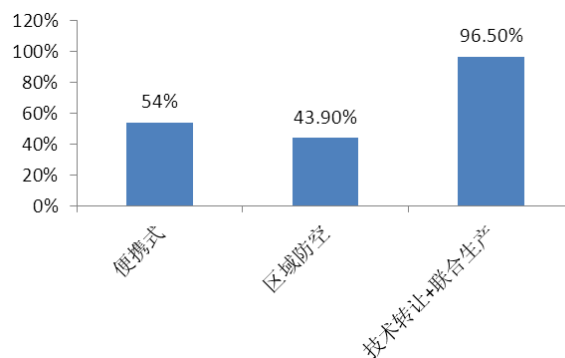
国内市场来看，根据国内军方现行的武器装备采购体制，只有在军方正式立项并设计定型的武器装备才能进入军方采购装备目录，公司的 TH-S216 是通过军方设计定型批准，且报告期内公司产品已批量装备部队，根据军品市场先入为主的特点，公司产品具备先发优势。通常来看，军方对定型产品的持续采购时间较长，一般为 5-10 年，公司产品自 2008 年实现向军方首批销售，未来几年军方持续采购的可能性较大。综上，未来几年内公司产品的国内市场需求将稳定发展，公司有望获得持续性的订单。

图 7：公司营业收入结构（2011 年）



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

图 8：公司分业务毛利率（2011 年）



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

“技术转让+联合生产”模式的开拓将成为公司新的利润增长点。公司产品的国际市场定位于发展中国家，未来相当长的一段时间内，公司产品的国际市场前景广阔。公司以“技术转让+联合生产”模式促进散件出口。公司不仅向国外销售整机产品，而且进行技术转让。该模式将成为公司新的利润增长点，对公司业绩起到持续性支撑作用。截止目前，对司技术转让存在需求意向的国家有 5 个，与军贸公司接触的国家及公司与军贸公司签订代理协议中约定其可代理公司外贸产品的国家均超过了 30 个。根据公司与军贸公司签订的代理协议，未来上述国家对公司整机产品的初步需求可能达到 40 亿元。

另外，维修零部件与配套销售市场逐渐成长。根据《通用武器雷达装备技术保障资源建设系列规范（雷达装备分册）》中的通用雷达装备维修器材供应标准的相关规定，整机系统产品应配备至少 10% 的主要维修部件。公司产品的质保期一般为 1 年，质保期内公司对产品维修无偿提供零部件，质保期外的零部件供应均为有偿提供。除维修部件外，目前公司正在推动相关具有独立功能的零部件成为其他系统的配套业务。

预计随着公司产品销售规模的不断扩大, 零部件及配套销售将逐渐成为公司新的利润增长点。

4. 盈利预测与投资建议

军队信息化建设的重要性越来越突出, 在军费开支中的比重将逐步提升; 且随着换届的结束, 我们认为 2014 年—2016 年军费开支将大于 2011-2013 年。公司在军方产品的定型项目较多, 研发投入较大, 龙头地位将有利于订单的获取。公司原有产能偏紧, 军工订单充足, 在 IPO 暂停的情况下, 我们认为公司将优先加快产能的建设。由于公司有 2-3 款新产品处于军方定型阶段, 我们认为 2014 年国内订单将放缓, 2015-2016 年会加速释放。

由于公司为民营军工企业, 项目的定型、价格确定方式有别与国有军工企业。公司技术储备期已经过去, 原先较高的研发费用率将趋于下降; 产品定型和产品放量之后, 毛利率将显著提升。我们预计军工产品将维持 70%左右的毛利率。公司盈利能力较高, 2013 年的 ROE 为 25.4%, 显著高于行业水平。募投项目达产后收入将是原来的三倍多。我们预期公司 2014-2016 年的摊薄后的每股收益为 1.33、1.64 元和 2.18 元。结合当前市场估值, 我们认为合理价格在 66.50 元左右, 对应 2014 年 PE50 倍, 目前发行价 55 元较为合理。预计上市当日有 20%-30%的涨幅, 上市首日价格区间在 66-78 元范围内。

5. 估值定价

如上表所示, 当前军工电子类企业 2014 年平均动态市盈率为 68 倍。我们认为公司对应 14 年合理市盈率在 45-50 倍之间, 建议一级市场询价区间为 55—60 元。

表 4：可比上市公司市盈率

名称	EPS				PE				股价/目标
	2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E	
天和防务	1.63	1.33	1.64	2.18					
光电股份	-0.79	0.43	0.57	0.70		65.83	50.27	40.52	28.45
航天通信	0.10	0.70	0.90	1.09	153.22	22.50	17.50	14.42	15.72
中航光电	0.55	0.71	0.96	1.23	38.44	29.63	22.12	17.14	21.14
航天电子	0.25	0.28	0.34	0.44	56.39	49.32	41.21	32.04	14.04
高德红外	0.10	0.15	0.28	0.64	205.07	138.02	76.30	32.76	21.02
华力创通	0.05	0.33	0.55	0.89	425.00	64.71	38.50	23.94	21.25
北斗星通	0.24	0.25	0.49	0.61	137.54	132.94	67.55	53.75	33.01
海格通信	0.49	0.48	0.62	0.78	32.92	33.33	25.89	20.77	16.13
海兰信	0.11	0.21	0.35	0.65	161.91	84.65	51.19	27.52	17.81
长城信息	0.25	0.37	0.51	0.78	99.88	67.56	49.21	32.14	24.97
行业平均					145.60	68.85	43.97	29.50	

数据来源：上市公司招股说明书，东兴证券

6.风险提示

- 1、军方订单步骤和数额、收入确认的不确定性大。
- 2、潜在竞争对手的进入使竞争加大，盈利能力下滑。

公司盈利预测表

利润表 (百万元)	2013A	2014E	增长率%	2015E	增长率%	2016E	增长率%
营业收入	303.40	358.01	18.00%	440.35	23.00%	554.85	26.00%
营业成本	61.65	113.32	83.80%	145.96	28.81%	177.66	21.72%
营业费用	14.01	8.23	-41.23%	9.69	17.65%	11.65	20.27%
管理费用	53.00	57.28	8.08%	61.65	7.63%	66.58	8.00%
财务费用	(0.78)	(1.23)	N/A	(0.98)	N/A	(1.01)	N/A
营业利润	167.66	178.62	6.53%	221.84	24.20%	297.19	33.97%
利润总额	175.47	188.62	7.49%	231.84	22.91%	307.19	32.50%
所得税	29.04	29.24	0.67%	34.78	18.95%	46.08	32.50%
净利润	146.43	159.38	8.85%	197.06	23.64%	261.11	32.50%
归属母公司所有者的净利润	146.43	159.38	8.85%	197.06	23.64%	261.11	32.50%
NOPLAT	139.26	149.89	7.63%	187.73	25.24%	251.75	34.11%
资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	增长率%	2015E	增长率%	2016E	增长率%
货币资金	138.17	107.40	-22.27%	89.07	-17.07%	111.97	25.71%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	283.96	9.81	-96.55%	12.06	23.00%	15.20	26.00%
预付款项	21.73	33.06	52.14%	40.36	22.07%	49.24	22.01%
存货	110.77	155.23	40.13%	159.96	3.05%	136.28	-14.80%
流动资产合计	614.25	331.94	-45.96%	328.16	-1.14%	339.78	3.54%
非流动资产	127.23	182.32	43.30%	188.80	3.55%	186.39	-1.28%
资产总计	741.48	514.26	-30.64%	516.96	0.52%	526.17	1.78%
短期借款	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	70.49	49.67	-29.54%	63.98	28.81%	77.88	21.72%
预收款项	17.17	24.33	41.69%	33.14	36.19%	44.24	33.48%
流动负债合计	147.92	86.01	-41.86%	112.12	30.37%	140.11	24.96%
非流动负债	16.64	15.87	-4.66%	15.87	0.00%	15.87	0.00%
母公司股东权益	576.91	720.35	24.86%	897.70	24.62%	1,132.70	26.18%
净营运资本	466.32	245.93	-47.26%	216.03	-12.16%	199.67	-7.58%
投入资本 IC	438.74	612.95	39.71%	808.63	31.93%	1,020.73	26.23%
现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	增长率%	2015E	增长率%	2016E	增长率%
净利润	146.43	159.38	8.85%	197.06	23.64%	261.11	32.50%
折旧摊销	8.38	0.00	N/A	22.86	N/A	27.41	19.90%
净营运资金增加	(10.21)	(220.39)	N/A	(29.89)	N/A	(16.37)	N/A
经营活动产生现金流	20.04	362.02	1706.53%	230.50	-36.33%	326.78	41.77%
投资活动产生现金流	(7.56)	(60.00)	N/A	(40.00)	N/A	(30.00)	N/A
融资活动产生现金流	(124.51)	(15.49)	N/A	(18.72)	N/A	(25.11)	N/A
现金净增 (减)	(112.04)	286.54	N/A	171.78	-40.05%	271.67	58.15%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孙玉姣

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域、大消费领域的研究。

中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域、大消费领域的研究。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

高 坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋 凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。