

# 军品主业稳步增长 资本运作拓展 光通信业务

2016年08月25日

强烈推荐/维持

航天电器

财报点评

## ——航天电器（002025）半年报点评

杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
邱日尧	联系人	执业证书编号: S1480115110069
	qiury@dxzq.net.cn 01066554034	
李永乐	联系人	执业证书编号: S1480116050067
	liyl@dxzq.net.cn 010-66554047	
彭磊	联系人	
	penglei@dxzq.net.cn 010-66554036	
王加燮	联系人	
	wang_jw@dxzq.net.cn 010-66554142	

### 事件:

2016年8月23日, 航天电器发布2016年半年度报告, 公司经营业绩稳步增长。报告期内, 公司实现营业收入10.99亿元, 同比增长22.05%; 实现利润总额1.71亿元, 同比增长16.58%; 实现归属于上市公司股东净利润1.26亿元, 同比增长12.14%。

### 公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入(百万元)	389.94	452.71	447.97	470.23	502.53	529.45	569.81
增长率(%)	7.50%	16.94%	6.16%	16.02%	28.87%	16.95%	27.20%
毛利率(%)	40.15%	39.94%	42.43%	34.89%	28.52%	38.54%	36.41%
期间费用率(%)	32.39%	22.12%	23.04%	16.11%	19.09%	20.98%	18.28%
营业利润率(%)	12.02%	14.05%	17.24%	15.89%	13.75%	14.22%	15.72%
净利润(百万元)	54.76	55.09	69.36	66.00	67.06	65.67	78.54
增长率(%)	19.90%	21.00%	19.58%	23.54%	22.47%	19.20%	13.24%
每股盈利(季度, 元)	0.18	0.15	0.15	0.14	0.14	0.14	0.16
资产负债率(%)	24.64%	26.73%	29.07%	29.73%	27.83%	28.85%	31.72%
净资产收益率(%)	2.57%	2.52%	3.17%	2.92%	2.87%	2.74%	3.22%
总资产收益率(%)	1.93%	1.84%	2.25%	2.05%	2.07%	1.95%	2.20%

### 观点:

- **军品主业稳步增长。**公司主营业务为连接器、电机、继电器三大板块, 70%以上产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等军工行业用户。2016年上半年, 公司连接器板块实现营业收入7.06亿元, 同比增长

12.97%，毛利率40.98%，同比下降2.4个百分点；电机板块实现营业收入2.72亿元，同比增长61.77%，毛利率21.56%，受中端电机产品销售占比上升及部分产品价格下降影响，毛利率同比下降22.3个百分点；继电器板块实现营业收入1.06亿元，同比增长1%，毛利率57.14%，同比下降3.3个百分点。受益于国防信息化，未来军品主业持续看好。

- **核心竞争力持续提升。**报告期内，公司面向航天科工集团内客户实现营收1.37亿元，占总营业收入比重仅为12.46%，说明其主要军品收入来自于其他军工集团。由于各军工集团内产业链基本完整（电子科技集团除外），航天电器能介入到其他军工集团产业链内，说明其行业地位极其稳固。针对军品品种多、每个品种批量较少的特点，报告期内公司积极完善创新体系平台，激发全员自主创新动力，上半年公司产品研发能力持续提升，载人航天工程、探月工程、重大科技专项配套任务有序推进，新品占销售收入比重超过30%。
- **新业务军工应用值得关注。**报告期内公司收购江苏奥雷光电有限公司63.83%股权，成为奥雷光电第一大股东。奥雷光电以光通信技术为基础，在保持通信市场稳定增长的同时，积极拓展电力行业应用，产品已进入南自、南瑞、许继等上市公司。由于光通信具有高带宽、耐高温、抗干扰、低功耗等优点，借助航天电器的渠道优势，奥雷光电相关产品未来在航天、航空、兵器等军工行业的应用值得关注。
- **资本运作有望加速。**以总资产口径计，2013年航天电器母公司航天科工十院资产证券化率为16.21%。按2020年航天科工集团资产证券化率50%预期计（目前18.8%），由于十院占集团总资产8.56%，且为集团核心军品资产，其资产证券化率亟待进一步提升。由于十院下属梅岭电源同为优质军品配套资产，且为公司第二大股东，有望成为航天电器（十院唯一上市平台）优先注入标的。

**表 1:梅岭电源简介**

单位名称	企业概况
贵州梅岭电源有限公司	航天电源专业技术中心，贵州省新型化学电源工程中心，特种化学电源国家重点实验室依托单位；先后获国家科技进步特等奖、国家发明奖、全国科学大会奖、国家载人航天突出贡献奖等。2012年营收3.6亿元。

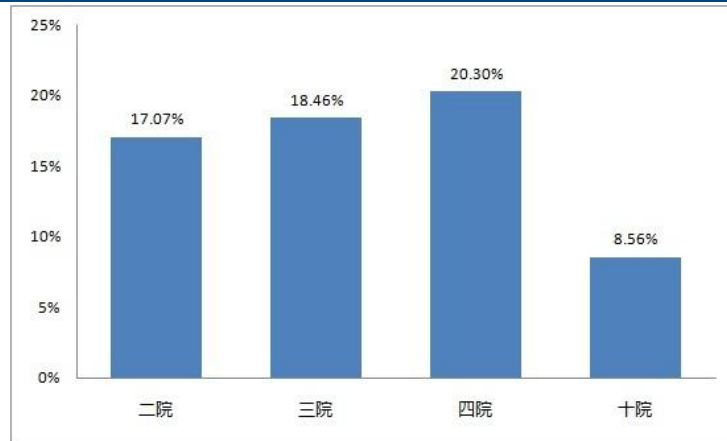
资料来源：百度百科，百度文库，东兴证券研究所

**表 2: 航天科工集团旗下上市公司母公司资产证券化率情况（2013年）**

母公司	母公司总资产（亿元）	上市公司	上市公司总资产（亿元）	资产证券化率
二院	305.3	航天长峰	15.61	5.11%
三院	330.3	航天科技	16.22	4.91%
四院	363.1	航天晨光	40.81	11.24%
十院	153.1	航天电器	24.81	16.21%

资料来源：wind，东兴证券研究所

图 1: 二级单位 (具备上市公司平台) 资产占航天科工集团总资产比例 (2013 年)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 结论：

2016 年上半年，公司经营业绩稳步增长，受益于国防信息化，连接器、电机、继电器等军品主业持续看好；军工行业客户主要来自集团外，公司行业地位极其稳固；新品占销售收入比重超过 30%，公司研发能力持续提升；收购奥雷光电拓展光通信器件业务，受益于渠道优势，未来其军工领域应用值得关注；作为旗下唯一上市公司，十院梅岭电源同为优质军品配套资产且为公司第二大股东，有望成为公司优先注入标的。因此，从中长期来看，公司仍具备较强可持续盈利能力。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 22.44 亿元、26.71 亿元和 32.41 亿元，每股收益分别为 0.66 元、0.78 元和 0.89 元，对应 PE 分别为 37、31 和 27，维持“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	2140	2604	3058	3552	4144	<b>营业收入</b>	1604	1873	2244	2671	3241
货币资金	516	816	1055	1252	1342	<b>营业成本</b>	991	1195	1440	1726	2120
应收账款	644	694	799	951	1154	营业税金及附加	4	4	5	6	7
其他应收款	12	69	82	98	119	营业费用	65	47	56	67	81
预付款项	114	43	57	74	96	管理费用	307	339	382	454	551
存货	344	320	316	284	348	财务费用	-9	-12	-9	-12	-13
其他流动资产	0	6	10	14	20	资产减值损失	15	17	15	15	15
<b>非流动资产合计</b>	693	629	515	449	384	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	8	0	0	0	0	投资净收益	0	3	3	3	3
固定资产	526	435	443	383	324	<b>营业利润</b>	233	285	359	418	482
无形资产	81	54	48	43	38	营业外收入	13	15	12	20	20
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	2832	3233	3572	4002	4528	<b>利润总额</b>	245	296	371	438	502
<b>流动负债合计</b>	561	737	841	991	1197	所得税	34	39	50	59	67
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	212	258	321	379	435
应付账款	321	464	552	662	813	少数股东损益	8	24	39	45	52
预收款项	17	23	28	33	40	归属母公司净利润	203	233	283	334	383
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	373	396	415	471	535
<b>非流动负债合计</b>	137	162	188	188	188	<b>BPS (元)</b>	0.62	0.54	0.66	0.78	0.89
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	698	900	1028	1178	1385	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	350	370	409	454	507	营业收入增长	17.03%	16.77%	19.79%	19.02%	21.33%
实收资本(或股本)	330	429	429	429	429	营业利润增长	13.73%	22.40%	26.09%	16.38%	15.51%
资本公积	422	422	422	422	422	归属于母公司净利润	21.17%	18.01%	21.17%	18.01%	14.80%
未分配利润	761	797	956	1142	1357	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1784	1962	2135	2369	2637	毛利率(%)	38.25%	36.20%	35.84%	35.38%	34.59%
<b>负债和所有者权益</b>	2832	3233	3572	4002	452	净利率(%)	13.20%	13.74%	14.31%	14.19%	13.43%
<b>现金流量表</b>					单位:百万元	<b>偿债能力</b>					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润(%)	7.18%	7.22%	7.91%	8.34%	8.46%
<b>经营活动现金流</b>	135	412	329	298	203	ROE(%)	11.40%	11.89%	13.24%	14.08%	14.52%
净利润	212	258	321	379	435	<b>营运能力</b>					
折旧摊销	150	123	6	65	65	总资产周转率	0.60	0.62	0.66	0.70	0.76
财务费用	-9	-12	-9	-12	-13	应收账款周转率	2.85	2.80	3.01	3.05	3.08
应收账款减少	76	40	-105	-152	-203	应付账款周转率	5.96	4.77	4.42	4.40	4.39
预收帐款增加	-33	26	4	5	6	<b>每股指标(元)</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-43	-58	-15	-12	-12	每股收益	0.62	0.54	0.66	0.78	0.89
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股净现金流	0.17	0.70	0.56	0.46	0.21
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股净资产	5.41	4.57	4.98	5.52	6.15
投资收益	0	3	3	3	3	<b>估值比率</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-36	-54	-76	-89	-102	P/E	39.05	44.83	36.74	31.13	27.12
应付债券增加	0	0	0	0	0	P/B	4.48	5.29	4.86	4.38	3.94
长期借款增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	20.01	24.17	22.50	19.38	16.92
普通股增加	0	99	0	0	0						
资本公积增加	0	0	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	56	300	239	197	89						

资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 彭磊

工学博士，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业及相关细分领域研究，重点关注武器装备建设及体制改革等方向。

### 邱日尧

工学硕士，2010年就职于航天科技集团第一研究院，2015年末加盟东兴证券研究所。5年技术和项目管理工作经验，擅长从产业背景下，分析业务盈利模式，重点关注具有成长性的军工电子，机械，新材料等领域。

### 李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

### 王加煨

清华大学工学硕士，2年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

## 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。