



买入

33% ↑

目标价格:人民币 48.21

300414.CH

价格:人民币 36.19

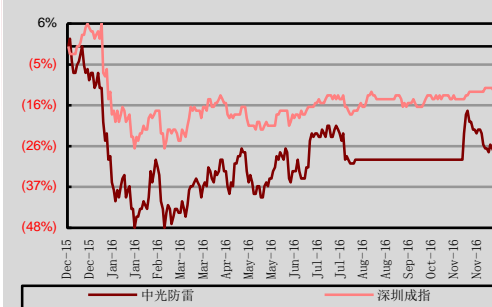
目标价格基础:68 倍 17 年市盈率

板块评级:未有评级

本报告要点

- 雷电综合防护市场空间巨大,公司将凭借研发和品牌实力开拓新行业。
- 公司军工资质齐全受益军工信息化带来防雷刚需,切入军工电磁防护市场。
- 重点受益防雷许可优化,唯一上市防雷公司资本平台优势助力公司内生外延加速。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(14.5)	(9.7)	(3.2)	(6.4)
相对深证成指	8.1	(7.1)	(3.6)	11.3

发行股数(百万)	169
流通股(%)	39
流通股市值(人民币百万)	2,277
3 个月日均交易额(人民币百万)	114
净负债比率(%) (2016E)	87.3
主要股东(%)	
四川中光高技术研究所有限责任公司	41

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 12 月 5 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备: 高低压设备

吴友文*

(8621)20328313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

*吴彤为本报告重要贡献者

中光防雷

新行业拓展多点开花, 防雷龙头迎市场整合机遇

公司是国内唯一专业从事雷电防护的上市企业, 深耕防雷行业主编和参编 11 项国家防雷相关标准, 产品广泛用于通信、能源、国防等重要领域。随着电子元器件集成度的提升以及气候变暖带来强雷电等极端天气频发, 雷电防护将向着更精细化方向发展。公司作为防雷龙头将凭借强大研发实力以及品牌号召力拓展更多行业市场, 同时领先受益建筑防雷检测市场的放开以及新行业的持续快速拓展。我们给予该股买入的首次评级, 目标价格 48.21 元。

支撑评级的要点

- 雷电综合防护市场空间巨大, 凭借研发和品牌实力开拓新行业: 进入雷电综合防护时代, 防雷技术要求和市场需求都将大幅提升。公司产品性能媲美国际领先水平并拥有显著性价比优势。我们认为, 公司将凭借过硬研发实力稳固通信、电力等行业防雷市场, 并凭借高端防雷产品积极开拓新能源、军工、轨道交通等众多新行业, 为公司业绩注入新生力量。
- 军工资质齐全受益军工信息化带来防雷刚需, 切入军工电磁防护市场: 公司已具备齐全的相关军工资质, 扫除军工拓展障碍。公司避雷针、接地体、SPD、防雷箱、智能雷电监测及雷电预警系统等四大类十几种产品已经在列, 同时在和军工院所合作研发可用于指挥系统和战车的电磁防护设备, 电磁脉冲防护开展实验产品验证。我们认为, 在国防信息化建设背景下将凭领先实力实现在军工防雷市场厚积薄发式可持续高速发展。同时, 公司凭借雷电电磁防护切入电磁脉冲防护这一未来信息战中不可或缺的关键性技术研发, 将构筑先发优势。
- 迎建筑防雷市场整合机遇并深度布局铁路防雷, 资本平台优势加速内生外延发展: 国务院 2016 年 6 月印发《关于优化建设工程防雷许可的决定》, 取消气象部门防雷专业工程设计、施工单位资质许可, 全面开放防雷装置检测市场。公司将凭借完善资质和领先实力有望迎来建筑市场整合机遇, 并可在建筑防雷市场引入更先进技术。同时, 公司借力资本平台优势开启外延式进程, 收购铁创科技深度布局铁路防雷领域, 同行业横向并购将带来战略协同。未来, 公司有望汲取此次资本运作成功经验, 通过上下游收购拓宽产品线提升公司产品竞争力, 以及通过横向并购实现在更多领域防雷业务的整合, 加速公司发展。

评级面临的主要风险

- 建筑防雷市场整合、军工防雷拓展不及预期, 海外推广受阻; 外延收购及上下游资源整合不达预期。

估值

- 预计 2016-2018 年每股收益分别为 0.49 元、0.71 元、1.08 元, 参考可比公司 2017 年 PE 平均估值水平, 考虑到公司作为防雷龙头的发展预期给予公司 12 个月 68 倍的市盈率估值, 对应 12 个月目标价为 48.21 元, 2018 年相应市盈率为 44 倍。首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币百万)	456.53	359.77	369.66	500.44	644.51
变动(%)		(21.19)	2.75	35.38	28.79
净利润(人民币百万)	97.59	80.58	82.83	119.48	182.74
全面摊薄每股收益(人民币)	1.54	0.48	0.49	0.71	1.08
变动(%)		(69.04)	2.79	44.25	52.94
全面摊薄市盈率(倍)	23.43	75.69	98.09	68.00	44.46
价格/每股现金流量(倍)	1.66	0.37	0.72	0.11	1.32
每股现金流量(人民币)	21.85	97.41	50.33	336.90	27.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	0.00	77.82	59.44	40.47	25.02
每股股息(人民币)	0.00	0.01	0.01	0.02	0.02
股息率(%)	0.00	2.52	2.34	3.38	5.17

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

专业防雷实力领先，直面国际行业竞争.....	3
全产业链优势显著，多行业防雷领先	9
海外拓展+受益防雷优化许可巩固传统市场，多行业新业务 拓展再出发.....	12
盈利预测及投资建议.....	18
风险提示.....	21
研究报告中所提及的有关上市公司.....	23

专业防雷实力领先，直面国际行业竞争

中光防雷专业从事防雷产品的研发、生产和销售，防雷工程的设计和安装，同时可提供防雷产品和防雷一体化的整体解决方案的。公司由著名防雷专家王德言教授创建，经过两代人近 20 余年的艰苦卓绝的努力奋斗已经将公司发展壮大成为今天雷电防护行业的领军企业。

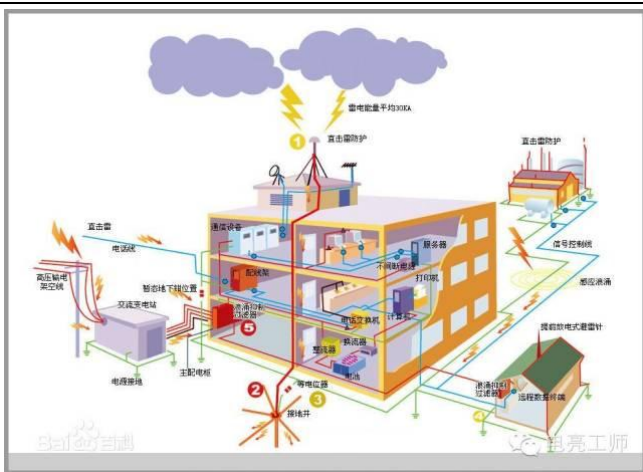
公司主要从事 SPD、接地产品、避雷针等防雷产品研发、生产、销售，产品广泛应用于通信、电力、石油石化、新能源、航天国防、建筑等基础产业及新兴产业。公司全资子公司中光信息防护工程有限责任公司主要从事防雷工程设计、施工等业务。

雷电防护技术与时俱进，电涌防护护航信息时代

雷电灾害是仅次于暴雨洪涝、滑坡塌方的第三方气象灾害，也因此被联合国列为“最严重的十大自然灾害”之一。雷电是一种强大的自然放电现象，其电压可达 500kV，电流幅值可达 400kA，同时电流变化快、波形陡度大，放电过程短，具有巨大破坏性。目前，尚未出现可以限制或者合理利用雷击的技术，但是对雷电的科学防护技术使得人们可以将雷电危害有效的降低，因此雷电防护也成为保障生命财产的必要措施。

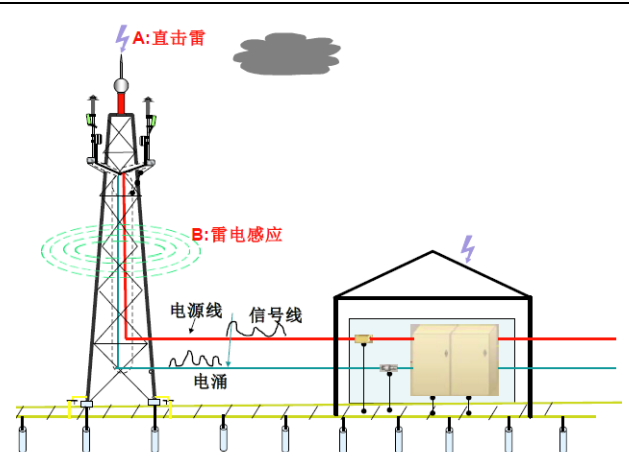
雷电大体可分为直击雷、感应雷两种。直击雷危害是指雷电直接击中所造成的危害，其不仅会对建筑物、输配电线路、通信塔等设施造成直接损害，也可能导致火灾发生，甚至直接命中人类造成伤残或死亡。雷电感应又称为间接雷击和雷电二次作用，其分为静电雷电感应和电磁雷电感应。雷电感应引起的电磁能量若不及时泄入地下，其将形成瞬时的高电压和大电流，形成电涌（又称为浪涌）损坏电子元件，也可能产生放电火花，引起火灾、爆炸或造成触电事故。

图表 1. 雷电防护的应用



资料来源：《雷电防护系统》，中银证券

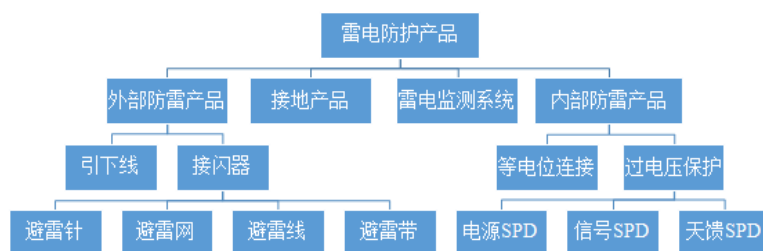
图表 2. 直击雷和间接雷击



资料来源：公司公告，中银证券

18 世纪，本杰明·富兰克林著名的风筝实验及其后发明的避雷针正式揭开了人类对抗雷电的历史。20 世纪，随着电气化和信息化的进程，放电管串联熔断器制作的避雷器和用串联线性电阻限流的阀型避雷器相继得到发明和应用。随着电力系统电压等级的增高以及弱电信息化设备的日益精细化，各类防雷装置和器件都相继被制造出来，有大到纵横覆盖数百公里的雷电定向定位预警系统，小到只有几厘米长的能将电压限制到 9.5 伏、可防护从微秒级的雷电波到纳秒（10⁻⁹ 秒）级的核电磁脉冲(NEMP)。根据产品具体应用，防雷产品可分为直击雷防护产品、雷电感应防护产品、接地产品及雷电监测系统四大类。

图表 3. 雷电防护主要产品



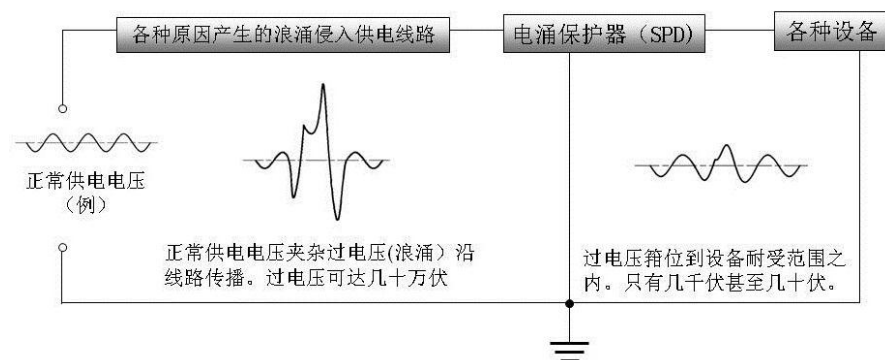
资料来源：公司公告，中银证券

20 世纪 50 年代，在电子信息、微电子、雷达、航空、航天等技术的迅速发展背景下，电子设备在各行各业得到广泛运用，电涌的危害越来越显著，雷电防护逐步由强电系统转向弱电系统，防护重心从建筑物、电力设备转移到电子设备。电涌被称为瞬态过电，是电路中出现的一种短暂的电流、电压波动。220V 电路系统中持续瞬间的 5kV 或 10kV 的电压波动，即为电涌或瞬态过电。电涌也指电网输出电压有效值大于额定值 110%，其持续时间为一个周波（20ms）至数个周波的电压变化。电涌的来源有两类：外部电涌和内部电涌。外部电涌最主要来源于雷电，另一个来源是电网中开关操作等在电力线路上产生的过电压。内部电涌：经研究发现，低压电源线上 88% 的电涌产生于建筑物内部设备，如：空调、电梯、电焊机、空气压缩机和其他感性负荷。

由于电子设备呈现小型化、集成化、高运算效率化发展趋势，电子元件越来越灵敏，越易受到雷电感应危害，从而使得电子设备成为雷电灾害的重灾区。尤其是随着微电子技术快速发展，大量电子设备采用智能化设计，内部嵌入了大规模或超大规模集成电路。由于集成电路上的元件间距减小，半导体厚度变薄，工作电压仅几伏，传递信息电流小至微安级，因此对外界的干扰极其敏感，比普通的设备更容易受到电涌的危害。

另外，在三网融合、物联网等网络一体化趋势推动下，各种电子设备形成了大大小小的开放式电子网络，这些网络中的任何一个节点遭受电涌破坏后，均可能引起整个网络的故障，其造成的间接损失会远远大于直接损失，甚至带来灾难性的后果。因此，SPD（Surge Protective Device、电涌保护器）应运而生，可有效将把窜入电力线、信号传输线的电涌限制在设备或系统所能承受的电压范围内，并将强大的电流泄流入地，使设备或系统免受瞬时过电压的冲击而损坏。

图表 4. 浪涌保护器原理图



资料来源：公司公告，中银证券

作为电子设备的配套设备，防雷产品将在电子设备小型化、集成化、精细化趋势带动下，亦将呈现小型化、集成化的发展趋势。同时，防雷产品的精细化防护要求也将越来越高。在宏观层面，伴随着全球信息化进程加快，新能源的开发利用和智能电网等新兴产业的发展，各国更加重视雷电安全防范，对雷电防护技术和产品要求也越来越高，雷电防护技术进入了综合防护时代，雷电防护应从雷电防护工程方案设计、防雷产品运用、雷电防护工程施工等多方面着手，雷电防护效果得到巨大提升。

图表 5. 雷电防护行业技术发展趋势



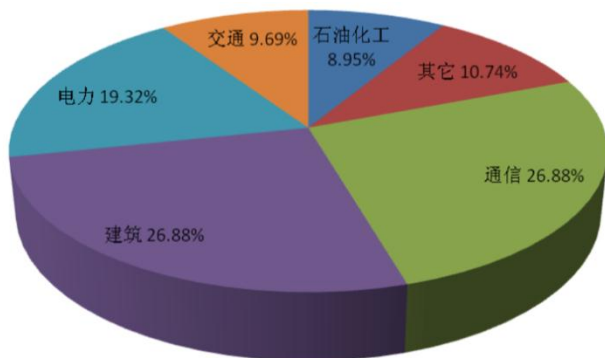
资料来源：公司公告，中银证券

国内防雷行业起步晚，快速发展受限行业分散

防雷行业和技术在我国起步较晚，直到 80 年代末期才诞生第一家防雷电企业。2002 年深圳第一届防雷技术论坛的召开标志着我国防雷行业正式步入成熟。本世纪初，我国先后颁布了两大防雷通用标准，GB 50057-1994《建筑物防雷设计规范》（2000 年修订）和 GB 50343-2004《建筑物电子信息系统防雷技术规范》，至此我国防雷技术发展成熟。为了有效的检测和防御雷电灾害，国家颁布了一系列发展政策和规划鼓励雷电防护行业的发展。

我国目前防雷行业集中度不高，大多数企业规模较小，年销售额不超过 1,000 万元，该类企业主要生产低端产品，进行同质化的价格竞争，进入壁垒较低。行业内规模化的企业（销售额超过 1 亿元）为数不多，该类企业具备一定的自主研发实力和稳定的客户群，主要生产中高端产品，与客户形成研发互动，市场竞争以产品性能、质量、服务为主，该类市场具有较高的壁垒，包括：技术壁垒、认证壁垒、客户壁垒等。

防雷产品应用广泛，目前主要应用于通信、电力、石油化工、新能源、航天国防、建筑、轨道交通等基础产业。由于不同的行业对应用环境和运行要求不同，其防雷应用行业标准不同，在下游不同行业中防雷产品的竞争格局也不尽相同。我国防雷市场约 90% 的防雷需求集中在通信、建筑、电力（含新能源）、轨道交通和石油化工等重点领域，其中通信、建筑领域需求最大，超过 50%。

图表 6. 2013 国内防雷市场需求结构


资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 国内雷电防护市场容量

序号	行业/项目	市场容量 (亿元)					
		2010	2011	2012	2013	2014	2015
一	雷电防护产品	237.33	248.38	274.59	307.33	342.26	375.54
1	通信	63.94	68.78	73.98	79.58	85.60	92.07
2	建筑	58.10	72.69	74.90	77.11	79.32	81.53
3	传统电力	45.95	52.26	59.44	67.61	76.89	87.46
	新能源	21.45	13.01	18.17	27.30	35.68	38.98
4	轨道交通	23.05	14.05	17.47	21.71	26.99	33.54
5	石油化工	24.85	27.59	30.64	34.02	37.78	41.96
二	雷电防护工程	59.33	62.09	68.65	76.83	85.56	93.88
合计		296.67	310.47	343.24	384.16	427.82	469.42

资料来源：《防雷世界商情》，中银证券

据分析，到 2015 年防雷市场容量将达到 375.54 亿元，同时雷电防护产品市场依旧维持约 10% 的快速增长。目前，美国雷电防护装置市场普及率已高达 98%，而我国市场普及率尚不足 15%，我国雷电防护装置年销售额仅约为 10 亿元，当我国雷电防护装置市场普及率达到 50% 时，全国将形成一个新的百亿级市场规模。类似于其他科技行业，由于我国在现代防雷技术上面起步较晚，目前行业领先者仍被国外厂商占据，如 PHOENIX CONTACT、DEHN、OBO 等国外知名企业，同时国内企业也开始在防雷技术上奋起直追，涌现出了如中光防雷、欧地安、爱劳、地凯等销售收入居前的国内企业。

中光防雷二十余年磨一剑，终成国内防雷细分龙头

公司前身中光发展成立于 1987 年，是我国雷电防护行业的先行者之一。近几年，公司防雷产品在通信行业中销售收入名列全国第一。同时，由于公司产品种类齐全、性能优良、研发实力雄厚，公司产品广泛用于通信、电力、石油化工、新能源、航天国防、建筑等基础产业。

图表 8. 公司产品应用领域


资料来源：公司公告，中银证券

目前，行业内大多数企业侧重于产品应用研发，防雷基础理论研究比较薄弱，公司作为行业内的领先企业，非常重视基础理论研究。通过基础理论研究，一方面可以走在行业前沿，开发出革新应用产品，另一方面可以为前瞻性产品研发提供技术、理论支持。公司设立三大中心：工程研究中心、技术中心、检验检测中心。

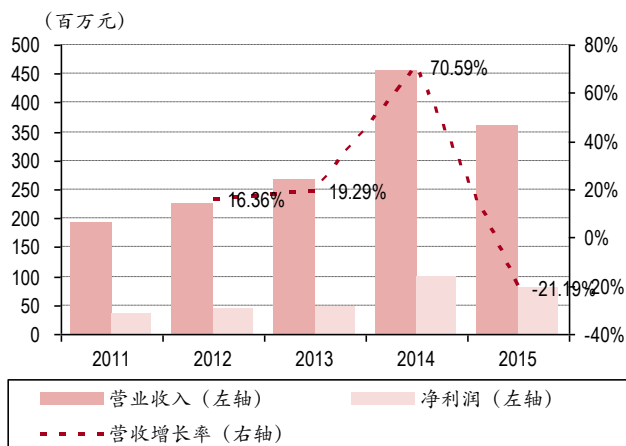
图表 9. 公司三大研究检测中心

<p>中光防雷工程与防雷标准研究实验中心（省级）</p> <ul style="list-style-type: none"> • 专业研究和实施各类防雷工程的勘测、设计、施工和安装，并主编和参编国际国内有关防雷标准。 • 目前主编和参编了共11项国家标准（其中1项国家军用标准）、3项行业标准、2项省标和1项协会标准；另有10项标准处于在编和待批状态。
<p>中光防雷产品与防护元件研究发展中心（省级）</p> <ul style="list-style-type: none"> • 专业研发各类高品质防雷产品和防护元件。拥有多项省部级科技成果；四百多个产品品种储备业界领先，可以用独家产品满足各类工程应用需求； • 全系列产品拥有自主知识产权，通过国家法定权威机构检测，其中200多个产品分别通过UL、CE、CB、ETL、TÜV、工信部符合性认证等。
<p>中光防雷产品与防雷工程检验检测中心（国家级）</p> <ul style="list-style-type: none"> • 具有中国合格评审CNAS和国际互认ILAC资质，具备UL、TÜV莱茵和TÜV南德、ETL目击试验室资格。

资料来源：公司网站，中银证券

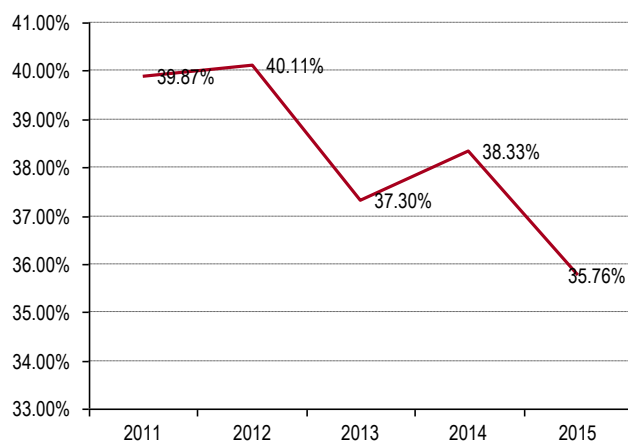
凭借着过硬的研发实力以及丰富的产品线，公司维系着一系列的优质客户，与全球知名通信设备供应商、通信运营商、国防、重工、电力、风电、光伏、石化等行业领先客户长期合作。同时，由于公司在研发上拥有的多年积淀，公司的很多产品如 SPD 不再简单从事生产供货而是带有客户指定的研发任务，这很大程度上增强了公司产品的综合竞争力，同时也极大地增强了客户粘性进而提升公司在产品定价权以及毛利率上面的话语权。同时，公司缩小产品技术与国际领先企业之间距离，通过优越的性价比优势开始与国际领先企业在国内和国际市场展开直面竞争。

图表 10. 公司 2011-2015 营收



资料来源：公司公告，中银证券

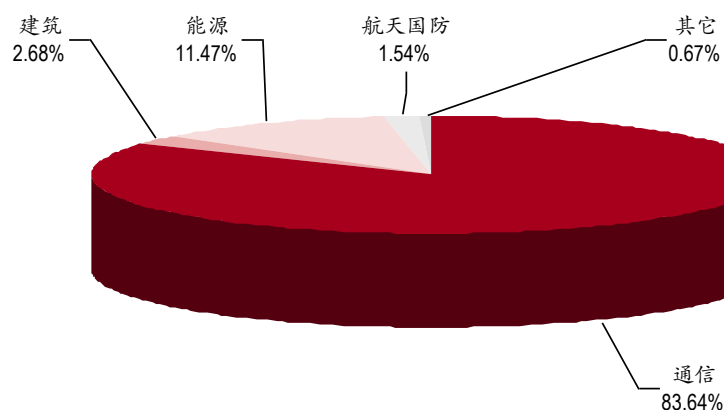
图表 11. 公司 2011-2015 毛利



资料来源：公司公告，中银证券

虽然，近年来公司的营收和毛利受国内 4G 建设放缓的影响而有所下降，但是鉴于公司在其他行业的营收占比较小，我们认为公司将可通过拓展如国防军工、新能源、轨道交通等新领域防雷业务有效提升公司营收情况改善综合毛利率。同时，公司在通信行业的营收和毛利将有望通过拓展海外市场抓住海外仍然高涨的 4G 建设机遇，并通过通信 SPD 上下游的外围器件拓展而有效改善营收和毛利情况。

图表 12. 公司营收分布（2015）



资料来源：公司公告，中银证券

综上，我们认为公司强大的研发实力以及丰富的产品线，外加有效的营销渠道，构筑公司在防雷领域的核心竞争力。随着国产化替代以及军工信息化的发展，同时考虑到近年来全球气候变暖所带来的气候异常多发，我们认为公司作为唯一国内上市防雷企业将优先受益国家社会对雷电防护的愈加重视。

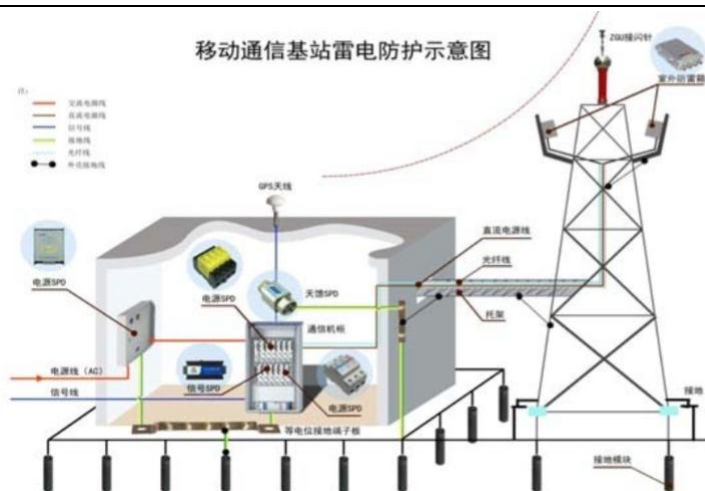
全产业链优势显著，多行业防雷领先

公司拥有防雷产品研发、检测及生产,防雷工程研究、设计及施工的全面的技術能力及产业链条,拥有直击雷防护、雷电感应防护、接地及雷电监测系统全系列产品及相关核心技术。在雷电防护技术已逐步进入综合防护时代的今天,全面的产品技术能力及完整的产业链意味着更优的综合防护效果、更有效率的服务、更低的成本和更强的竞争优势。因此,公司也凭借着全产业链优势在多行业建立起来了行业领先防雷优势。除了常见的建筑防雷,公司在通信防雷、电力防雷等对防雷要求较高的领域已具备领先优势。

通信行业：防雷重点领域，加强配套研发稳固领先地位

通信行业技术发展快、设备更新周期短、覆盖范围广；移动通信基站数量庞大，许多地处偏僻的基站无人值守，设备遭雷电破坏后维修成本高；局端设备是整个通信网络的传输节点，受雷击损坏后影响范围广、损失大，因此运营商对雷电防护的需求非常明确，工信部也对通信行业采取符合性认证的强制性雷电防护措施。因此通信行业的雷电防护市场化程度高，市场发展成熟，防雷企业竞争主要以产品性能、质量、服务为主。

图表 13. 移动通信基站雷电防护示意图



资料来源：公司公告，中银证券

公司产品销售以配套大客户模式为主。配套大客户主要为行业内规模大、具有较高行业地位的电子设备制造商,而非防雷产品的最终用户,其将防雷产品作为电子元器件应用于其生产的电子整机产品中。该类客户对防雷产品需求量大、信用良好。目前公司配套大客户主要为爱立信、中兴通讯、华为等世界领先的通信制造商为主。

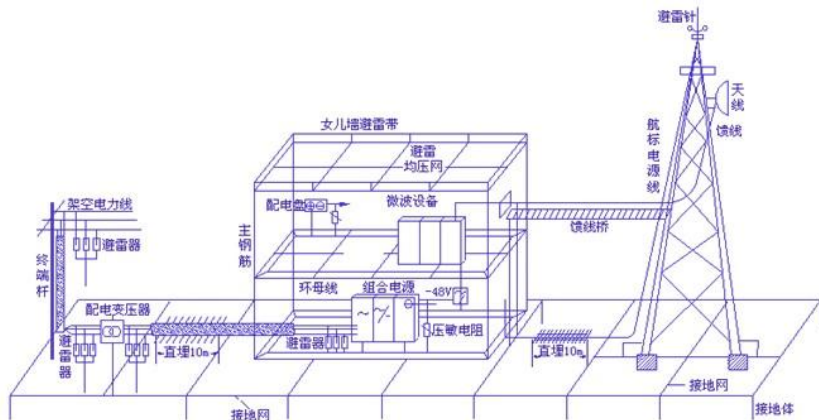
公司近年来业绩随着国内 4G 基站建设的快速增长而高速增长,公司供给给通信大客户的产品带有一定的定制化研发任务,因此也构建了一定的准入门槛。同时,公司多年来与客户维持较好关系,已经开始为国内外客户解决产品外围一些电源相关产品及研发工作。

另外，海外销售额占公司总销售额的 1/3 左右，已经成为公司重点拓展市场。注意到海外的 4G 建设依然处于高峰期，特别是国外发展中国家在加速建设 3G/4G，公司也加大了海外市场拓展力度，来自海外的营收也呈现上升趋势。同时，公司开始积极配合客户，利用深厚的技术积累帮助客户拓展防雷器件相关外围器件的研发工作，在拓展公司产品线的同时增加客户粘性以及自身核心竞争力。

能源行业：研发实力领先有望获相关行业防雷国产化替代机遇

电力行业作为最早催生现代防雷理念的行业，因为电网覆盖范围广的特性，必须采取雷电防护措施。公司已经在电力行业开展全方位的技术产品推广，包括智能雷电监测系统应用、行波故障定位系统、电力二次防雷技术应用；同时开展电力雷电防护的多项课题研究，实现更高层面的雷电防护技术应用研究。我们认为，齐全的资质以及过硬的研发实力将是帮助公司在电力行业获得了长远发展的重要保障。

图表 14. 电力系统防雷示意图



资料来源：畅域防雷网，中银证券

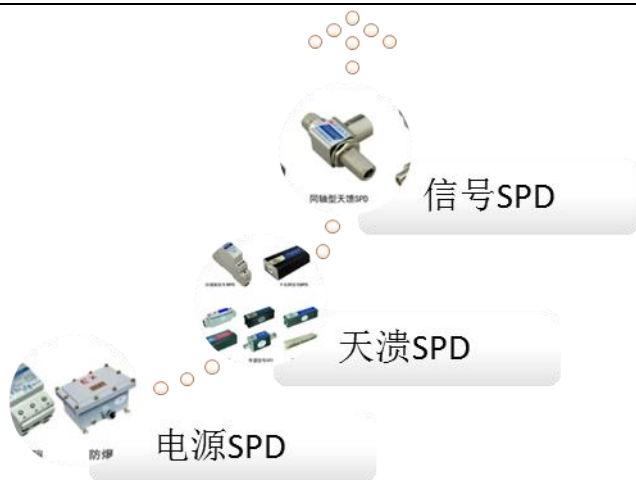
石油化工行业由于高危易爆的特点,其对雷电防护的需求也十分强烈。防雷企业 SPD 产品进入该行业的核心应用领域需拥有 CNEX 防爆合格证。石油化工行业对雷电防护的需求主要在炼油、储油和输油环节,中石化、中石油和中海油等企业防雷企业有入网认证要求。公司目前的电源 SPD、接地产品已经进入这一行业,未来有望获得国产化替代的机会。

公司危化车辆防静电系统通过有关权威部门的鉴定，特种车辆柔性接地系统填补了国内空白。智能雷电监测系统在石化领域得到大批应用，针对储油系统和各类关键点进行实时监测，确保系统的防静电和防雷要求。在电力方面。行波故障定位产品也与电力设备与运营单位进行更深层的后续合作，该产品列入（国网输电线路监测 135 计划）研发重点推广项目，国网在未来几年输电线路将全面使用这类产品。未来，公司将联合各电力公司，电力设备与运营单位，研究机构与大专院校共同开展技术与应用推广。

SPD 产品：拳头产品可广泛用于多行业

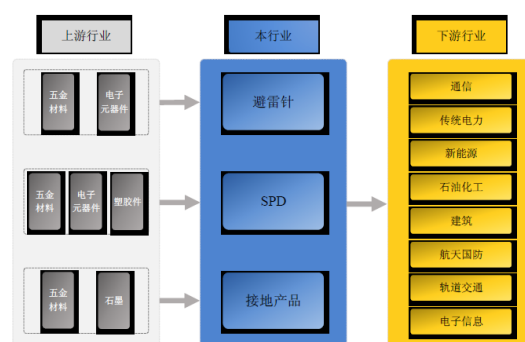
公司主导产品为 SPD，其作为一种具备防雷功能电子组件，应用于下游电子设备的整机中。下游客户主要为大型、规模化电子设备制造商，其所需 SPD 产品多数属于定制化产品，且其规模化生产经营特点对作为电子组件的 SPD 产品的一致性、稳定性及供应规模有很高的要求。成为供应商并大批量供货，需要通过严格的供应商资格审核和产品信赖性测试认证，一般要经过 3-5 年时间，才能实现批量供货，一旦成为该类大型知名客户的供应商，为了保证产品的一致性、稳定性及供应规模，并由于其产品的定制化特点，其通常不会轻易更换供应商，因此客户准入壁垒较高。

图表 15. 公司 SPD 产品示意图



资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 公司产品行业地位



资料来源：公司公告，中银证券

另外，公司的产品在建筑行业 and 国防军工行业目前占比较小。一方面，由于建筑行业市场目前对防雷的需求还集中在传统的避雷针上面，其技术门槛较低，因此市场上充斥着大量劣质产品以及同质化产品。同时，以往的建筑防雷市场由于受控于各地气象局，因此市场较为分散。在国防军工方面，公司前期处于市场拓展阶段，因此所占有份额较少。近年来，随着公司军工资质的逐渐齐全以及国防信息化建设的加强，公司正趁胜追击，将有望受益军民融合政策，将过硬的防雷实力应用到军队中，在提升营收的同时极大改善毛利水平。

海外拓展+受益防雷优化许可巩固传统市场， 多行业新业务拓展再出发

得益于全球范围内 3G 和 4G 移动通信网络的固定资产投资的加大对公司主打通信相关 SPD 产品需求的增加，公司 2014 年度营业收入、利润总额、净利润增长幅度加大。2015 年以来，随着国内 4G 基站建设逐渐饱和而放缓，公司的营收有所下降。另外，公司主导产品 SPD 占公司销售收入的 85%左右，随着技术更新、规模化效应以及市场竞争情况，产品价格总体呈现下降趋势，毛利率受此影响出现下降情况。为了改善营收情况并维持较高毛利率水平，公司在稳固现有通信行业大客户的同时，加大研发投入以及推广力度，同时在军工、新能源、轨道交通等行业中加大开拓力度。另外，公司在建筑防雷市场由于前期市场较为分散等原因占比较小，我们认为公司作为防雷龙头有望集中受益 2016 年 6 月国务院发布的《关于优化建设工程防雷许可的决定》通过过硬的技术整合建筑防雷市场，从而获得爆发性增长获得市场整合机遇。

国防领域防雷蓄势待发，电磁防护市场潜力巨大

随着国家加强军队的现代化和信息化建设，国防信息技术在军事通信、指挥控制、卫星导航、卫星测绘和军事物流等多个领域得到广泛应用，信息技术和电子产品应用催生了航天国防行业对防雷产品的刚性需求。由于航天国防行业涉及到生产企业的保密资格、国军标质量管理体系认证和军工产品认证，目前进入该行业的防雷企业数量有限。国防信息化建设以及电子指挥系统的升级都进一步促进了雷电防护的需求。考虑到现在对实战能力的重视，应对恶劣气候包括雷暴的能力将成为军队必须，雷电防护产品将有望实现大规模列装。

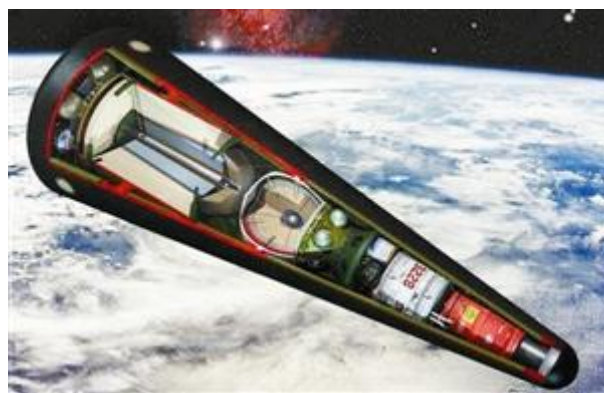
公司不断加强国防领域的雷电防护、电磁防护等相关技术研发、应用的推广与市场开拓。目前公司已经建立了较为完善的运行机制，专门负责国防建设领域的雷电防护技术与产品应用推广与市场开发；形成专有系列的产品序列和技术应用环境。

图表 17. 战车需要防雷保护



资料来源：环球网，中银证券

图表 18. 电磁脉冲弹内部结构



资料来源：凤凰网，中银证券

军工领域的拓展涉及到相关资质的申请和鉴定，因此是一个厚积薄发的过程。公司已经在军工行业进行积极的业务拓展，具备齐全的相关资质，避雷针、接地体、SPD、防雷箱等四大类型几十种产品已经列装。在 2016 年 1 月 25 日，公司收到了中国新时代认证中心颁发的武器装备质量管理体系 GJB9001B-2009 质量体系证书。目前，公司已经获取了进入军工防雷的全部资质（即三级保密资格证书、GJB9001B-2009 质量管理体系证书以及武器装备相关的证书等四种证书）。公司已经具备齐全的军工方面的相关资质，未来主要依托自我发展方式

电磁脉冲炸弹被称为“电磁杀手”，它是一种介于常规武器和核武器之间的新式大规模杀伤性炸弹，可对电子设备及附属设备产生破坏性的武器。这种炸弹爆炸后产生的高强度电磁脉冲，覆盖面积大，频谱范围宽，几乎能够攻击其杀伤半径内所有带电子部件的武器系统。对于隐蔽在地下的电子系统，电磁脉冲炸弹也有办法。它产生的强电磁脉冲可以通过暴露在地面上的天线等设备产生感应电流，一直钻进地下，破坏地下设备的核心部分。因此，在现代战争中，随着敌我双方在电子设备上精细程度的增强，对电磁武器相关的防护也在日益增多。国家在《中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2010 年）》、《2010 年中国的国防白皮书》中都将高能电磁脉冲防护列为研发“重点领域”以及国防目标和任务。

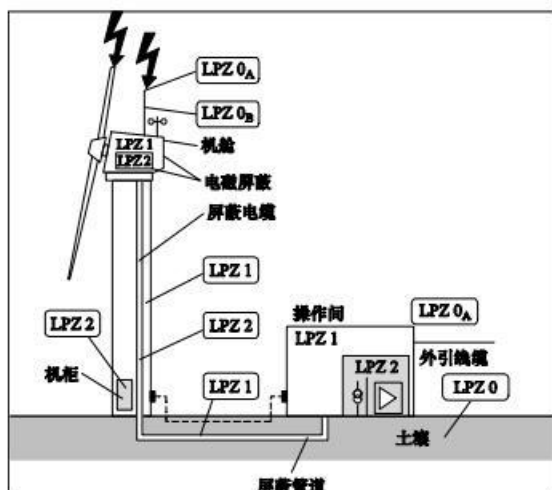
鉴于电磁防护与雷电防护存在较强相关性，即都是经行有效电磁防护保护关键电子器件，公司已经在和中国人民解放军理工大学合作研发可用于指挥系统和战车的电磁防护设备；近期，公司与解放军军械工程学院签署了技术合作协议；同时积极与其他大型军工研究所接触，准备开展电磁脉冲防护方面的研究。在雷电电磁脉冲方面，公司将继续保持在该领域的研发投入和新产品的生产；在电磁脉冲弹防护方面，正在与某所合作开展理论验证，并准备投入验证试验设备进一步开展试验产品的验证工作。特别需要指出，公司已经开始军工专用防核电磁脉冲 SPD 产品的研发工作，有望逐步推出该类系列化产品。

未来，随着国家对安全的越来越重视、仪器紧密度以及相关防护要求的提高，公司业务长期将得到更好更快地发展机会。目前看来，相关市场上面的参与者还较少，市场空间较大。公司目前已经获得所需所有军工资质，军工拓展有望超预期。

新能源领域由上而下，全方位拓展风能+光伏

新能源包括风力发电以及光伏电站正因其清洁能源的特性而受到越来越多的关注，由于风机和光伏电站都处于较开阔的暴露位置，同时累计等效面积较大，因此防雷是一个关键刚性需求。

图表 19. 风力发电机组雷电防护系统示意图



资料来源：中国能源网，中银证券

图表 20. 光伏电站雷电防护系统示意图



资料来源：公司官网，中银证券

由于国内企业在新能源领域进展较慢，目前这两块领域的防雷设备主要被国外领先厂商把控。公司适时调整在新能源市场的拓展力度，通过与之前的发电场建设项目入手，成功扩展到与著名新能源成套设备厂建立战略合作与供应商伙伴关系而取得突破与市场新开拓。公司从与国际光伏逆变器龙头合作开始，逐步得到国内同行业认同，从而迅速进入相关市场。

另外，随着电动汽车的发展，充电桩的建设也开始提速，相关的防雷需求也开始释放。目前公司的产品可为各类充电桩提供雷电防护，已经通过配套国电南瑞公司在充电桩领域实现相关产品销售。公司在节能改造等方面展开全面技术研发，陆续推出了系列化的照明组件防雷 SPD 并已经通过配套方式将产品与技术推向市场，并获得大量应用；同时推动产品的出口和海外国家承建项目的应用。目前，公司可为风电、光伏发电、充电桩等新能源设备商提供全面技术支持和配套服务，为客户提供符合配套要求的定制化要求的 SPD 产品。我们认为，公司今年在新能源方面的拓展卓有成效，有望带来千万级营收，未来可随着新能源的快速发展而延续高成长。

建筑领域受益优化防雷检测许可新规，龙头有望迎整合市场新机遇

国务院 2016 年 6 月 28 日印发《关于优化建设工程防雷许可的决定》，决定要求按照简政放权、放管结合、优化服务协同推进的改革要求，减少建设工程防雷重复许可、重复监管，切实减轻企业负担，进一步明确和落实政府相关部门责任，加强事中事后监管，保障建设工程防雷安全。

图表 21. 国务院关于优化建设工程防雷许可的决定



资料来源：中国政府网，中银证券

此次《决定》的印发将能有效打破以往行业壁垒闭关一定程度消除建筑防雷市场业务分散的情况，同时能够有效消除行政干预和权力控制带来的垄断，有利于充分发挥市场调节效果和提高市场的广泛参与度。目前，在明确现有建筑资质等级下，可以保证防雷业务在各个行业健康有序发展。打破壁垒将有利公司产品销售和业务推广，公司本身具有最高等级资质，将有望凭借产品优势以及技术服务优势参与更多相关项目建设。

公司本身具有国家级检测中心和相关工程经验技术，未来将更加完善相关能力，更好的为社会服务，因此国家开放相关雷电检测领域管控对公司来说也是一个非常好的优势。另外，随着各个行业上面的壁垒的消除，公司将更好的利用技术和产品优势，覆盖新的行业领域，为公司发展带来新的机遇。

我们认为，优化许可决定的出台在强化雷电防护的同时，将简化建筑防雷许可的申请和认定，破除各地方气象部门在建筑防雷市场以及防雷检测市场的固有垄断所带来的市场分散以及市场中存在低劣防雷制造小作坊企业。公司作为国内防雷龙头将有望凭借公司品牌号召力和强大的防雷技术实力，同时借助公司上市资本平台优势以及产品推广的经验统一和规范这一市场。

未来随着智慧住房、电子门禁、电子监控、物联网等智能化设备的普及应用，建筑防雷市场将不再限于传统的建筑防雷，而将向着更精细化的发展，所需的技术也会高于现有设备。因此，公司将在下一轮建筑防雷市场大有作为，同时受益气象部门防雷垄断的放开，公司有望推动建筑防雷技术和标准的发展，例如将雷电监测、雷电预警引入建筑防雷市场，使得公司可以凭借在防雷技术上的实力做到行业领先。

内生外延双轮驱动，加速轨道交通防雷落地

轨道交通领域由于其广阔的铁路网络以及电气化列车的普及，也属于重点防雷害领域。铁路交通遭到雷击，不仅会导致作为国家命脉的铁路网络的瘫痪，更可能导致重大事故。2005 年 5 月，京广铁路南段全线断电中断 100 分钟，导致京广铁路交通运输瘫痪。2011 年 7 月，“7.23”甬温线特别重大铁路交通事故的原因之一就是雷击造成 5829AG 轨道电路发送器与列控中心通信故障。

图表 22. 轨道交通成为公司防雷新拓展行业



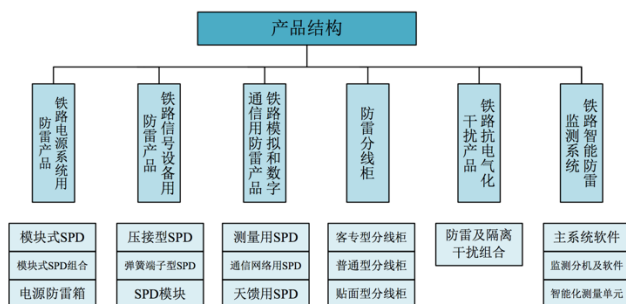
资料来源：搜狐网，中银证券

铁路行业的高速发展，推动了铁路通信信号、货运检测和牵引供电系统防雷市场需求。根据《中长期铁路网规划（2016）》，到 2020 年，铁路网规划达到 15 万公里，其中高速铁路覆盖 80% 以上的大城市。到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右，网络覆盖范围进一步扩大。铁路行业增量基础设施的不断投入对防雷产品的需求，以及存量基础设施对防雷产品的更新需求，共同推动着我国防雷产品市场的发展。

随着中国高铁网络的普及以及高速动车提速的趋势，同时考虑到日益复杂多变的气候影响以及对相关安全要求的提升，我们认为轨道交通领域对防雷的需求将会得到进一步释放。公司作为防雷市场第一股，在 2008 年之前已经涉足铁路相关防雷市场。目前，公司将凭借自身的技术和研发优势，开发出全系列全新产品进入轨道交通市场。由于，轨道交通领域的防雷具有其行业内自有标准如《铁道信号设备雷电电磁脉冲防护技术条件》、《铁路信号设备浪涌保护器》等，因此进入这一行业除了需要必要的技术基础更需要获得行业内 CRCC 认证资质。为此公司一直内生推动相关研发，相关项目产品已经在进行铁道部的相关测试。

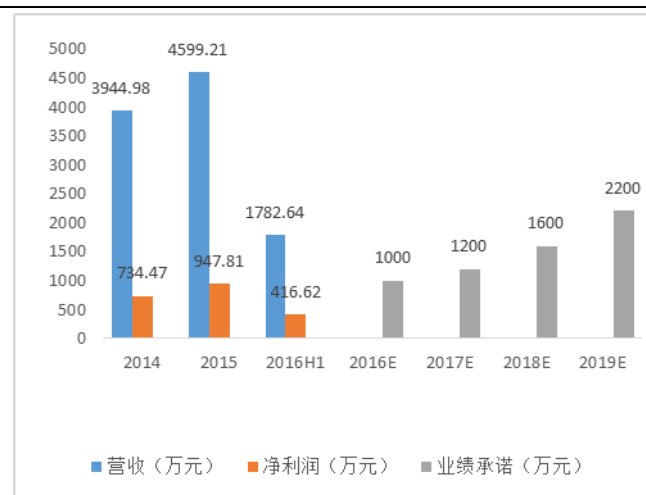
2016 年 8 月，公司开启上市以来借助上市公司资本平台优势进行的第一次外延式扩展，拟采用发行股份及支付现金的方式收购铁创科技 100% 股权，交易对价 1.08 亿元。其中，支付现金对价 2,700 万元，支付股票对价 8,100 万元。铁创科技是专业从事雷电防护、浪涌保护和电磁兼容等电气安全防护产品的设计、开发、生产、销售和服务，以及专业综合防雷工程设计和施工的科技企业；拥有业界最为齐全的防雷产品线和丰富的现场经验，提供领先的整体解决方案和各种专业解决方案；是国内电气安防领域内领先的优秀企业之一，具有较强的研发能力和技术实力，拥有多项 CRCC 认证的自主品牌产品体系以及成熟的行业配套运作经验。通过此次交易，公司将快速跃过铁路防雷业务较高的业务门槛从而拓展在铁路行业防雷领域的业务。

图表 23. 铁创科技产品线



资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 铁创科技近年来业绩及业绩承诺情况



资料来源：公司公告，中银证券

经过十多年的发展与技术积累，铁创科技已经成为轨道交通多个专业领域的综合防雷解决方案提供商，拥有领先的系统解决能力和相关产品研发能力。目前，铁创科技产品涵盖铁路信号、通信、货运检测、牵引供电系统、旅客服务信息系统各方面，拥有业内最齐全的铁路行业防雷产品系列，共有 6 大类、34 种不同型号的防雷产品获得 CRCC 认证，包括铁路信号防雷全系列产品、铁路通信防雷全系列产品、铁路超偏载检测装置防雷全系列产品、铁路牵引变电防雷全系列产品、旅客服务信息系统防雷全系列产品等。铁创科技是目前少数能够提供铁路货运检测系统防雷产品的供应商之一，为铁路货运专业防雷领头羊。另外，紧跟国家“一带一路”方案，鉴于国家铁路整体出口会在海外市场有较大市场空间，公司积极布局海外项目，已成为尼日利亚、埃塞俄比亚、吉布提等非洲国家铁路建设防雷产品配套商。

通过本次交易，一方面，铁创科技将在技术、市场、管理、资金等方面得到上市公司的支持，有助于实现跨越式发展。另一方面，中光防雷将拓展铁路行业从而扩充公司产品系列，提高市场占有率，延长公司产业链，降低生产成本。同时，双方将有望有效整合资源，在客户资源共享、联合采购、生产基地共享等诸多方面产生战略协同，有利双方的长期发展。铁创科技承诺 2016~2019 年净利润分别不低于 1,000、1,200、1,600、2,200 万元，凸显对未来发展以及双方合作信心。因此，我们判断此次收购将提升公司综合竞争力以及整体估值，有效改善公司整体经营和财务状况。

除开以上三大行业的有利拓展，我们认为公司也有望凭借其自身雄厚的研发实力以及多年防雷基础理论研究积累，领先受益智能电网、三网融合、物联网快速建设所带来的行业黄金机遇。另一方面，公司上市之后拥有巨大资本优势，相对于其他的行业内竞争对手不仅更能获得市场认同巩固品牌优势。为了应对通信行业发展放缓的影响，公司制订了“再出发”的战略，积极开拓除通信领域以外的其他市场领域。此次并购是公司上市以来开启的第一例并购，也是公司外延式发展跨出的第一步。我们认为，公司将汲取此次并购的成功经验为未来更多的同行业横向收并购打下坚实基础。借力上市资本平台优势，公司有望通过收并购围绕防雷业务实现多领域的横向布局实现更多横向业务整合。另外，我们预计公司也有望通过上下游的垂直产业链上的收并购实现战略协同，并有效减少综合成本提升产品的核心竞争力。

盈利预测及投资建议

盈利预测

公司作为中国防雷细分市场的隐形冠军企业，具有多年的技术积累、雄厚的研发实力以及多个省级、国家级工程检测中心和研发中心。公司的技术水平已经基本与国际一流企业保持同一水平，但是公司占有较高性价比优势。公司在通信防雷市场通过配套国内外顶级通信制造商企业的开发抢占国内国外相关市场，有效加强了客户粘性并提高了公司的定价权和核心竞争力。同时，公司在军工、新能源、轨道交通等新领域的前期拓展顺利，正开始为公司贡献营收并有效改善公司的毛利率水平。

我们认为，随着全球变暖导致雷暴天气的增加以及电子设备的愈加精细化智能化，防雷市场需求必将继续放大。同时，考虑到国务院关于优化建设工程防雷许可的决定，公司有望凭借已有的品牌优势以及防雷龙头地位乘势追击实现对以往分散的建筑防雷市场的资源整合，并引入已有的雷电监测、雷电预警等新技术。因此，结合公司发展情况以及我们对公司的分析，我们分行业对公司营收和毛利率进行预测。

重点预测：

- 1) **通信行业：**虽然，国内通信防雷市场的需求随着 4G 建设高峰期的过去而逐渐放缓，同时毛利率水平也随着 SPD 产品规模化效应、规模化效应以及技术更新而有所下降。但是，海外尤其是广大发展中国家依旧处于 3G/4G 快速建设期，公司有望通过加大海外客户拓展力度从而进一步加大海外营收占比。同时有望受益未来 5G 建设，预计通信防雷市场依旧是公司未来的主要营收来源，保守预计 2016 年公司营收水平与 2015 年持平，2017~2018 维持 10%~25% 的年均稳定增速。同时，公司正通过为核心客户提供定制化的研发导向产品，预计毛利率维持在 38% 左右并随着规模效应而逐年有所升高。
- 2) **能源行业：**预计原有的电力以及石油石化防雷市场保持平稳较快增长，同时考虑到公司在新能源包括风能、光伏、充电桩等行业的有效拓展，预计今年开始贡献千万级营收增量，预计 2016 年营收增长率达 12%。未来，将随着推广由上而下的进展而维持营收增长率在 2017 年、2018 年为 25%。考虑到公司产品相对于国外同类产品一贯具有的性价比优势，预计公司产品毛利率维持在 2015 年同等水平约 40%。
- 3) **建筑行业：**传统建筑防雷市场由于对防雷要求较低，同时各地气象单位以往占据一定的垄断地位，因此防雷市场较为分散，公司在建筑防雷市场存在推广以及验收难度，从而近年来自于建筑防雷市场的营收占比较小。考虑到国务院发布的防雷许可优化决定所带来的市场开放和行政管理简化，公司有望通过加强营销迎来市场整合机遇。同时，抓住智能家居、智能小区等机遇，引入公司的雷电监测、预警等技术。因此，我们预计公司 2016~2018 年建筑行业营收有望迎来 30%、50%、70% 快速增长，并将有望得以保持；产品毛利率将维持在 45% 左右的较高水平。

- 4) **航天国防**: 公司已经获取了进入军工防雷的全部资质(即三级保密资格证书、GJB9001B-2009 质量管理体系证书以及武器装备相关的证书等四种证书), 我们认为公司前期在航天国防营收占比较小的情况将得到根本性改善。随着国防信息化的发展以及现代武器装备面对恶劣天气的实战性刚要求, 军工防雷市场将有望迎来突破。公司作为防雷隐形冠军受益资质齐全契合“军民融合”政策方向, 预计 2016 年在此行业营收有望实现大幅增长。另一方面, 电磁防护作为现代战争的必要防御手段, 已经成为国家重点攻关科研项目, 市场空间巨大, 公司已经联合相关科研院所投入理论实验向实验论证阶段发展, 有望建立领先优势。我们预计, 2016~2018 公司在军工方面营收增速较快分别为 80%、60%、60%, 毛利率维持约 53%。
- 5) **轨道交通**: 公司在轨道交通防雷上面今年重点布局, 内生外延实现快速双发展。鉴于目前公司轨道交通业务还在测试且铁创科技未实现并表, 我们预计 2017 完成并表, 2017~2018 年轨道交通防雷领域实现营收保守预计分别为 7,000 万、9,000 万, 毛利率在完成业务整合后略有提升维持在 64%左右。
- 6) **其它行业**: 预计公司有望通过上下游并购的方式扩展产品线减少成本并提升核心竞争力, 同时有望利用自身强大研发实力拓展防雷器件外围业务创造新的盈利增长点。鉴于此类业务前期基数较小, 我们预计 2016~2018 其他行业营收维持 80%~60%的同比快速增长, 毛利率维持在 48%。
- 7) 假设公司来自其他业务营收维持 2015 同等水平。

图表 25. 中光防雷主营业务分拆预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	224.33	267.61	456.53	359.77	369.66	500.44	644.51
营业收入: 分行业							
通信	187.40	226.24	402.41	300.90	300.90	330.99	413.74
能源	20.25	27.00	39.88	41.27	46.22	57.78	72.22
建筑	9.08	8.70	7.73	9.65	12.55	18.83	32.01
航天国防	7.30	5.35	5.81	5.54	9.98	15.96	25.54
轨道交通						70.00	90.00
其他(行业)	0.30	0.31	0.71	2.39	4.29	6.87	10.99
毛利率(%)	40.11%	37.30%	38.33%	35.76%	38.29%	44.11%	44.54%
毛利率: 分行业(%)							
通信	39.52%	37.59%	38.58%	34.79%	38.00%	40.00%	40.00%
能源	40.12%	34.20%	32.12%	39.71%	40.00%	40.00%	40.00%
建筑	41.63%	38.32%	45.78%	41.39%	45.00%	46.00%	48.00%
航天国防	53.71%	39.91%	52.09%	44.71%	53.00%	53.00%	53.00%
轨道交通						64.00%	65.00%
其他(行业)	24.79%	20.57%	54.78%	46.04%	48.00%	48.00%	48.00%

资料来源: 万得, 中银证券

根据以上假设, 我们判断公司 2016 年~2018 年, 营收分别为: 3.70 亿元、5.00 亿元、6.45 亿元, 对应归属于公司净利润分别为: 0.83 亿元, 1.19 亿元, 1.83 亿元, 对应每股收益为: 0.49 元、0.71 元、1.08 元。

相对估值与投资建议

公司作为唯一从事防雷业务的上市公司，我们选取相关行业以及相近市值公司作为估值参考，包括通信设备制造商、电器设备制造商、电磁防护相关企业等。

图表 26. 中光防雷可比主题类公司估值分析

代码	公司名称	收盘价(元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
000547.CH	航天发展	15.36	0.25	0.28	0.32	62	55	49
300242.CH	明家联合	18.18	0.40	0.55	0.65	45	33	28
002358.CH	森源电气	22.90	0.35	0.46	0.57	65	50	40
300001.CH	特锐德	20.21	0.25	0.33	0.55	81	61	37
300215.CH	电科院	16.21	0.11	0.19	0.27	153	87	61
300548.CH	博创科技	92.38	0.72	0.94	1.18	129	98	78
002194.CH	武汉凡谷	16.18	0.16	0.22	0.25	98	73	64
平均						87	65	50
300414.CH	中光防雷	36.19	0.49	0.71	1.08	98	68	44

资料来源：万得，中银证券

综上，我们参考可比公司 2017 年平均动态市盈率 65 倍的水平，鉴于公司作为防雷细分领域龙头有望迎来多重发展机遇，同时相应的技术储备较为充足、行业市场拓展快速有效，因此给予公司 2017 年动态市盈率 68 倍的合理估值，对应 12 个月目标价为 48.21 元，首次覆盖给予**买入**评级。

风险提示

- 一、 国家对建筑防雷许可优化的后续配套政策不达预期，市场整合进度不达预期；
- 二、 军队订单情况以及市场拓展进展存在不确定性，电磁防护等研发进展不达预期。
- 三、 公司外延拓展、上下游资源整合进度不及预期。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	457	360	370	500	645
销售成本	(283)	(232)	(239)	(311)	(363)
经营费用	(67)	(50)	(53)	(71)	(91)
息税折旧前利润	113	96	97	140	215
折旧及摊销	5	5	5	6	6
经营利润(息税前利润)	108	91	92	134	209
净利息收入/(费用)	2	6	10	11	13
其他收益/(损失)	4	12	13	13	0
税前利润	112	95	96	139	214
所得税	(15)	(15)	(14)	(20)	(31)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	98	81	83	119	183
核心净利润	98	81	83	119	183
每股收益(人民币)	1.544	0.478	0.491	0.709	1.084
核心每股收益(人民币)	1.544	0.478	0.491	0.709	1.084
每股股息(人民币)	0.000	0.011	0.011	0.016	0.025
收入增长(%)	70.6	(21.2)	2.7	35.4	28.8
息税前利润增长(%)	112.4	(15.8)	1.1	46.1	55.5
息税折旧前利润增长(%)	105.2	(14.8)	1.2	44.4	53.3
每股收益增长(%)	109.40	(69.0)	2.8	44.3	52.9
核心每股收益增长(%)	109.40	(69.0)	2.8	44.3	52.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	112	95	100	143	218
折旧与摊销	5	5	5	6	6
净利息费用	2	6	10	11	13
运营资本变动	23	(28)	35	(50)	29
税金	15	15	17	23	35
其他经营现金流	(18)	15	12	(41)	23
经营活动产生的现金流	105	63	121	18	222
购买固定资产净值	0	(0)	3	3	3
投资减少/增加	0	4	5	5	5
其他投资现金流	(8)	(5)	(6)	(6)	(7)
投资活动产生的现金流	(8)	(1)	2	2	2
净增权益	0	(2)	(2)	(3)	(4)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	2	2	3	4
其他融资现金流	(11)	288	18	19	22
融资活动产生的现金流	(8)	(12)	282	8	8
现金变动	85	344	131	28	233
期初现金	135	219	559	690	718
公司自由现金流	97	61	123	20	224
权益自由现金流	95	56	113	9	211

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	219	559	690	718	951
应收帐款	126	127	119	200	193
库存	62	54	39	81	59
其他流动资产	349	688	813	922	1,149
流动资产总计	411	742	852	1,003	1,208
固定资产	44	44	40	37	32
无形资产	6	6	6	9	12
其他长期资产	6	9	10	7	7
长期资产总计	57	58	56	53	50
总资产	468	800	908	1,056	1,259
应付帐款	74	64	81	107	123
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	58	39	51	56	64
流动负债总计	132	103	132	163	187
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	19	18	18	18
股本	63	169	169	169	169
储备	255	509	590	707	885
股东权益	318	678	759	875	1,054
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	468	800	908	1,056	1,259
每股帐面价值(人民币)	5.03	4.02	4.50	5.19	6.25
每股有形资产(人民币)	4.94	3.99	4.46	5.14	6.18
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.3	22.9	22.4	24.8	30.6
息税前利润率(%)	23.3	21.5	21.0	23.6	29.6
税前利润率(%)	24.6	26.5	27.0	28.6	33.7
净利率(%)	21.4	22.4	23.4	24.6	28.9
流动性					
流动比率(倍)	3.1	7.2	6.4	6.2	6.5
利息覆盖率(倍)	(63.1)	(13.5)	(7.9)	(10.7)	(14.6)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.6	6.7	6.2	5.7	6.2
估值					
市盈率(倍)	23.4	75.7	98.1	68.0	44.5
核心业务市盈率(倍)	23.4	75.7	98.1	68.0	44.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	31.2	100.8	98.1	68.0	44.5
市净率(倍)	19.2	9.0	8.0	7.0	5.8
价格/现金流(倍)	21.9	97.4	50.3	336.9	27.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	0.0	77.8	59.4	40.5	25.0
周转率					
存货周转天数	49.8	54.4	38.3	59.3	33.3
应收帐款周转天数	100.7	129.0	117.8	146.2	109.5
应付帐款周转天数	95.2	100.1	124.3	126.2	123.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	2.4	2.3	2.3	2.3
净资产收益率(%)	30.7	11.9	10.9	13.7	17.3
资产收益率(%)	20.9	10.1	9.1	11.3	14.5
已运用资本收益率(%)	23.2	8.4	7.5	9.9	13.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

航天发展(000547.CH/人民币 15.36, 未有评级)

明家联合(300242.CH/人民币 18.18, 未有评级)

森源电气(002358.CH/人民币 22.90, 未有评级)

特锐德(300001.CH/人民币 20.21, 未有评级)

电科院(300215.CH/人民币 16.21, 未有评级)

博创科技(300548.CH/人民币 92.38, 未有评级)

武汉凡谷(002194.CH/人民币 16.18, 未有评级)

以2016年12月5日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371