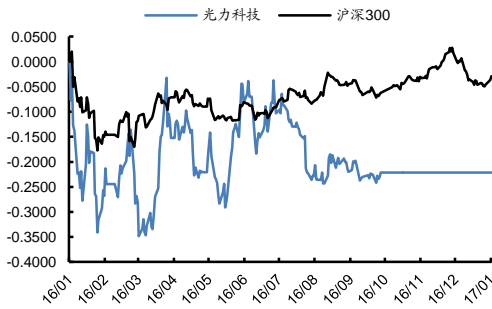


研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：凌琳 S0350116080013
021-68591558 lingl@ghzq.com.cn

试水拓延军工：核心电控装备系统配套 ——光力科技（300480）复牌点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
光力科技	0.0	0.0	-30.0
沪深300	-4.6	3.5	-2.9

市场数据

	2017/01/04
当前价格（元）	22.22
52周价格区间（元）	17.15 - 43.41
总市值（百万）	4106.48
流通市值（百万）	1416.67
总股本（万股）	18481.00
流通股（万股）	6375.66
日均成交额（百万）	166.66
近一月换手（%）	46.37

相关报告

《光力科技（300480）动态研究：煤炭低迷掣肘成长，期待拓延再辟新径（增持）*电子行业*王凌涛》——2016-05-31

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 收购常熟亚邦，试水拓延军工领域** 公司近日公告，以交易价格 1.76 亿元购买常熟亚邦 100% 股权。常熟亚邦为军工装备配套企业，主要从事军用工程装备（舟桥）的电控系统 & 训练模拟器的研发、生产与销售。电控系统和训练模拟器均是军用工程装备（舟桥）作业的核心环节与重要配套设备。目前，常熟亚邦的上述主要产品已经通过设计定型，具备向军方批量供应的条件和能力，收购常熟亚邦，是公司从传统烟气检测传感向军工领域的一次重要尝试，亦是下游应用领域的一大拓延。
- 军品行业竞争壁垒高企，亚邦业绩成长稳健** 军用工程装备电控系统是舟桥类装备的核心配套，由于技术研发难度大、资质审批严格、采购决策周期较长，以及军方对现有供应商的粘性等原因，军用应急交通工程装备行业呈现较高的进入壁垒。亚邦作为舟桥电控系统华东地区的重要供应商，未来的市场成长稳健且具备一定弹性空间。亚邦承诺 2016、2017 和 2018 年度实现扣非后归母净利润分别不低于 1,150、1,500、1,775 万元，利润成长符合我们对行业的空间判断，可完成把握较高。
- 传统领域发展受限，新领域新业务开拓势在必行** 光力科技原有主业是基于气体、烟尘浓度与流量成分监控的系统工程，主要客户是大中型煤矿与火电厂家。由于原有业务受限于下游煤炭行业受到国家供给侧改革去产能的影响，成长萎缩。从公司成长的维度考量，利用上市公司平台优势，围绕长下游产业链，积极寻求优质标的公司或团队进行并购与引入是势在必行。本次完成对亚邦的收购后，光力实际控制人的一致行动人的持股仍超过 50%，公司管理层的股份占比还有相当的可稀释空间，未来或有望进一步延拓新的业务领域。
- 盈利预测和投资评级：维持增持评级。** 鉴于煤炭行业的低迷景气度和上市公司前三季度的运营与订单情况，我们判断公司在传统煤炭领域的销售可能仍将略有下滑，但值得注意的是公司今年电力安全生产和烟气监测类新产品销售比重开始逐渐提升，这一领域的成功开拓为公司带来了新的成长空间。常熟亚邦的 2016-2018 年承诺净利润分别为不低于 1,150、1,500、1,775 万元，此次收购完成预计要到 2017 年中期，因此并不会对 2016 年的公司实际利润造成影响，以此为基础，预计 2016-2018 年的备考净利润约 2300、4950、7420 万元。若暂不考虑收购对业绩的影响，预计公司 2016-2018 年的净利润为 2300、

3450、5670 万元，对应当前市值的 PE 约 178、119、73 倍，考虑到常熟亚邦的军工属性以及公司市值较小，本次复牌后市场应会给予公司一定的估值溢价，基于我们前文对公司的外延式成长判断，继续维持公司“增持”评级。

- **风险提示：** 1) 常熟亚邦收购后续审核环节能否顺利通过的风险； 2) 常熟亚邦承诺业绩不达预期的风险； 3) 煤炭行业景气度持续下行的风险；

预测指标	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	120.71	118.54	175.44	250.18
增长率(%)	-5.18%	-1.80%	48.00%	42.60%
净利润（百万元）	24.39	23.12	34.51	56.69
增长率(%)	-28.51%	-5.18%	49.23%	64.29%
摊薄每股收益（元）	0.13	0.13	0.19	0.31
ROE(%)	5.36%	4.84%	6.73%	9.96%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

注：基于券商合规要求，上表数据未体现本次收购亚邦对公司业绩的影响，具体收购后业绩预测可参考报告正文。

1、收购常熟亚邦，试水延拓军工领域

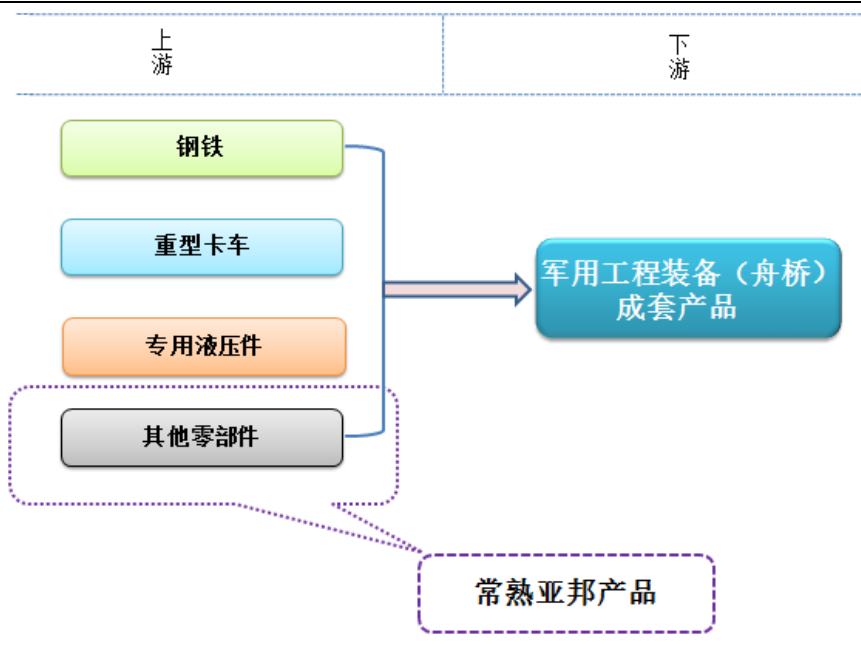
光力科技 12 月 16 日发布公告,以发行股份及支付现金的方式购买常熟亚邦 100% 股权,交易价格为 1.76 亿元。常熟亚邦为军工装备配套企业,主要从事军用工程装备(舟桥)的电控系统 & 训练模拟器的研发、生产与销售。

电控系统是实现对于军用工程装备(舟桥)随动控制的重要环节,其工作基本原理是根据各个传感器的检测信号,CAN 总线将信号传递至控制器,操作人员根据舟桥现时状态由操作器发送操作指令至控制器,控制器输出信号至电磁阀,进而驱动液压装置实现舟桥装置的机械运动,使舟桥在实操中达到精准、高效、安全的效果。

训练模拟器。由于军用舟桥具有系统复杂、技术含量高等特点,操作人员实装操作前需要训练、熟悉对舟桥的操作。通过分析实装作业的特点、结构组成,对舟桥作业流程和机构动作进行抽象,根据图形学原理和物理运动算法,通过高级软件编程,使用“碰撞检测技术”和“动力学与运动学符合仿真技术”进行复杂结构体的物理仿真。训练模拟器能为军队提供经济、高仿真的训练模拟平台,具备较好的模拟训练效果。

目前,常熟亚邦的上述主要产品已经通过设计定型,具备向军方批量供应的条件和能力,是构成军用工程装备(舟桥)的重要配套设备,公司通过收购常熟亚邦,主业将由安全监测正式延拓至军工领域。

图 1: 亚邦产品应用领域



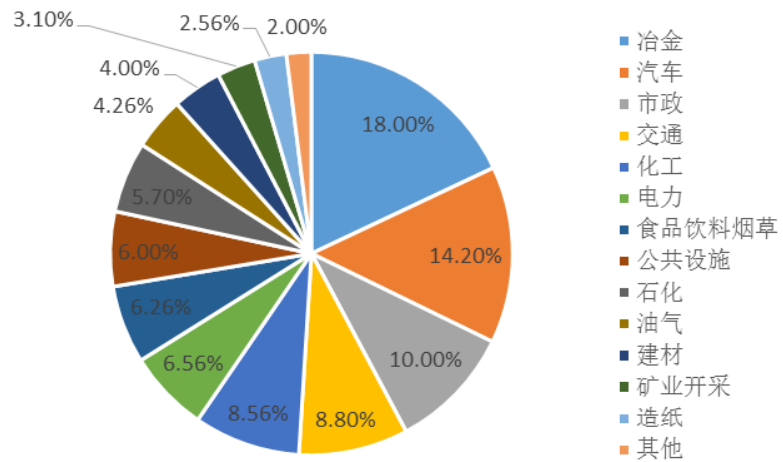
资料来源: 国海证券研究所

2、军品行业竞争壁垒高企,PLC 控制系统应用广泛

亚邦主要产品军用工程装备（舟桥）电控系统，其工作原理是运用 PLC 控制系统（Programmable Logic Controller），即可编程逻辑控制器，通过一系列的编程后，进行复杂的信号分析运算及传递，实现对舟桥作业控制、在线故障检测与系统状态显示等，是工业控制的核心部分。

目前国内 PLC 控制系统的应用十分成熟，广泛应用于中大型装备与工业自动化系统的各个领域，市场整体需求稳中有升。其中冶金、汽车、市政、交通等是 PLC 控制系统应用的主要行业，随着国家持续对轨道交通和基础设施建设进行新一轮的大规模投资，也带动了 PLC 控制系统在这些行业的发展。我们预计未来几年，PLC 在市政、交通、汽车等行业的比重将继续上升，需求量稳步增长。

图 2：中国 2014 年 PLC 市场分布



资料来源：《控制与传动》，国海证券研究所

军用工程装备电控系统是舟桥类装备的关键、重要分系统和核心配套，这个领域的准入门槛虽然不高，但是对于要求较高的工程装备的重要供应商和总装单位而言，基于技术研发难度大、资质审批严格、采购决策周期较长及军方对现有供应商的粘性等原因，军用应急交通工程装备行业呈现较高的进入壁垒，国内潜在竞争对手较难进入或需要较长时间才能进入；而由于国际先进军用技术的技术封锁和军品禁售的制约，并且相关产品的国外生产厂商较少，国外类似产品进入我国的可能性不大。

作为舟桥电控系统华东地区的重要供应商，在这几年我国大力完善部队基础装备配置，发展现代交通应急保障装备技术和设施的背景下，常熟亚邦未来的市场成长较为稳健且具备一定弹性空间。根据募集资金配套报告书的内容，常熟亚邦拟 2016 年度、2017 年度和 2018 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 1,150 万元、1,500 万元、1,775 万元，2016 年至 2018 年实现的净利润合计不低于 4,425 万元，利润成长符合我们对行业的空间判断，可完成把握较高。

3、传统领域发展受限，新领域新业务开拓势在必行

光力科技原有主业是基于气体、烟尘浓度与流量成分监控的系统工程，检测传感器是核心环节，主要客户是大中型煤矿与火电厂家。目前来看，收购常熟亚邦对光力协同效益较低，其与亚邦的主要共通点是都属于工业控制这个大维度。我们在前一篇对光力科技的研究报告中提及了，由于原有业务受限于下游煤炭行业受到国家供给侧改革去产能的影响，成长萎缩，所以公司必须开拓新的应用领域，在此背景下，当前工业装备配套领域仍有较佳成长空间且和公司监测检测有较大相关性的行业唯有环保和军工。

从公司的半年报情况来看，在电力安全生产与烟气监测类产品等相关领域，公司的开拓已经逐渐取得一定成效，而这次对亚邦的收购，则毫无疑问是公司在军工领域延展的重要尝试。从公司成长的维度考量，利用上市公司平台优势，围绕长下游产业链，以工业类烟气检测传感为核心抓手，在环保与军工等相关行业领域积极寻求优质标的公司或团队进行并购与引入，已是势在必行。另外我们注意到报告书中提及：“从2015年下半年开始，常熟亚邦成为军用工程装备（舟桥）电控系统总装生产单位，从只向客户提供工程装备到开始提供整套设备，使得销售收入快速增长”，供应工程装备到整套设备的升级，不仅保障了常熟亚邦自身的业绩稳健成长，同时也为光力与亚邦融合后，后续光力的检测传感类产品向军工平台的过渡打下了基础，期待后续公司能有较佳的化学反应。

另一方面，从公司公告来看，本次完成对亚邦的收购后，光力实际控制人与一致行动人的持股仍超过50%，公司管理层的股份占比还有相当的可稀释空间，未来或有望进一步延拓新的业务领域。

4、股权激励授予要求推动公司积极拓延

光力科技今年前三季度实现营收7433万元，同比下滑16.36%；实现归属上市公司净利润1501万元，同比下滑31.40%，受煤炭行业供给侧改革的影响，公司业绩承压，下滑幅度较大。公司今年4月份曾发布限制性股权激励计划，股权激励的授予条件是：以2015年为基数，未来三年成长不低于20%、50%、70%，以今年煤炭行业的背景以及公司三季度的实际业绩情况来看，这个授予条件的达成有一定压力，我们判断这亦将成为公司继续快速推进外延拓展或内生性产品变革的重要催化因素。

5、盈利预测与评级

鉴于煤炭行业的低迷景气度和上市公司前三季度的运营与订单情况，我们判断公司在传统煤炭领域的销售可能仍将略有下滑，但值得注意的是公司今年电力安全生产和烟气监测类新产品销售比重开始逐渐提升，这一领域的成功开拓为公司带来了新的成长空间。常熟亚邦的2016-2018年承诺净利润分别为不低于1,150、1,500、1,775万元，此次收购完成预计要到2017年中期，因此并不会对2016年的公司实际利润造成影响，以此为基础，预计2016-2018年的备考净利润约2300、4950、7420万元。若暂不考虑收购对业绩的影响，预计公司2016-2018年的净利润为2300、3450、5670万元，对应当前市值的PE约178、119、73倍，考虑到常熟亚邦的军工属性以及公司市值较小，本次复牌后市场应会给与公

司一定的估值溢价，基于我们前文对公司的外延式成长判断，继续维持公司“增持”评级。

6、风险提示

- 1) 常熟亚邦收购后续审核环节能否顺利通过的风险；
- 2) 常熟亚邦承诺业绩不达预期的风险；
- 3) 煤炭行业景气度持续下行的风险；

	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	120.71	118.54	175.44	250.18
增长率(%)	-5.18%	-1.80%	48.00%	42.60%
净利润（百万元）	24.39	23.12	34.51	56.69
增长率(%)	-28.51%	-5.18%	49.23%	64.29%
摊薄每股收益（元）	0.13	0.13	0.19	0.31
ROE(%)	5.36%	4.84%	6.73%	9.96%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

注：基于券商合规要求，上表数据未体现本次收购亚邦对公司业绩的影响，具体收购后业绩预测可参考报告正文。

表 1: 光力科技盈利预测表

证券代码:	300480				股票价格:	22.22				增持	日期: 2017/01/4
财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015A	2016E	2017E	2018E		
盈利能力					每股指标						
ROE	5.36%	4.84%	6.73%	9.96%	EPS	0.13	0.13	0.19	0.31		
销售毛利率	58.23%	55.6%	57.80%	58.8%	P/E	168.39	177.58	119.00	72.43		
销售净利率	20.19%	19.5%	19.66%	22.6%	P/B	9.03	8.59	8.01	7.21		
成长能力					P/S	34.02	34.64	23.41	16.41		
收入增长率	-5.18%	-1.80%	48.00%	42.6%							
利润增长率	-28.46%	-5.18%	49.23%	64.3%	资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E		
营运能力					货币资金	265.50	289.12	330.76	357.52		
总资产周转率	0.25	0.24	0.32	0.41	应收和预付款项	140.85	123.31	109.41	120.10		
应收账款周转率	0.88	1.01	1.74	2.31	存货	37.50	37.80	68.12	79.34		
存货周转率	1.34	1.39	1.09	1.30	其他流动资产	0.00	2.31	3.80	4.10		
偿债能力					长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00		
资产负债率	5.33%	2.74%	7.27%	5.47%	投资性房地产	5.83	4.99	6.84	7.50		
流动比	17.31	33.57	12.73	17.00	固定资产和在建工程	28.30	31.42	31.13	30.70		
速动比	15.85	30.59	10.94	14.47	无形资产和开发支出	3.42	3.41	3.52	3.75		
					其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00		
利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	资产总计	481.39	492.35	553.58	603.02		
营业收入	120.71	118.54	175.44	250.18	短期借款	0	0	0	0		
营业成本	50.42	52.63	74.04	103.07	应付和预收款项	25.63	13.48	40.23	33.00		
营业税金及附加	1.58	1.66	2.45	3.50	长期借款	0	0	0	0		
销售费用	20.48	20.12	29.77	42.45	其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00		
管理费用	31.67	29.88	43.30	58.29	负债合计	25.63	13.48	40.23	33.00		
财务费用	-1.95	-6.22	-6.94	-7.70	股本	184.81	184.81	184.81	184.81		
资产减值损失	2.36	1.08	1.88	3.23	资本公积	181.93	181.93	181.93	181.93		
投资收益	0.00	0	0	0	留存收益	181.02	204.15	238.65	295.35		
公允价值变动损益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	454.95	478.08	512.58	569.28		
其他经营损益	0	0	0	0	少数股东权益	0.81	0.79	0.77	0.74		
营业利润	16.15	19.39	30.94	47.33	股东权益合计	455.76	478.87	513.36	570.02		
其他非经营损益	10.86	7.80	9.63	19.33	负债和股东权益总计	481.39	492.35	553.58	603.02		
利润总额	27.00	27.19	40.57	66.66	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E		
所得税	2.63	4.08	6.09	10.00	经营性现金净流量	28.76	20.25	37.18	14.49		
净利润	24.37	23.11	34.49	56.66	投资性现金净流量	-5.45	-2.87	-2.51	4.53		
少数股东损益	-0.02	-0.01	-0.02	-0.04	筹资性现金净流量	117.95	6.24	6.97	7.74		
归属母公司股东净利	24.39	23.12	34.51	56.69	现金流量净额	141.26	23.62	41.64	26.77		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

注: 基于券商合规要求, 上表数据未体现本次收购亚邦对公司业绩的影响, 具体收购后业绩预测可参考报告正文。

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

凌琳，华东师范大学微电子学士，金融硕士，2016 年加入国海证券。

【分析师承诺】

王凌涛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。