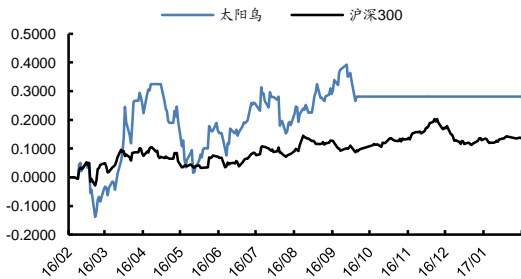


研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001  
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn

## 收购亚光电子取得突破进展，军民融合立标杆 ——太阳鸟（300123）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
太阳鸟	0.0	0.0	28.1
沪深300	0.5	-0.2	13.6

市场数据

	2017/02/09
当前价格（元）	15.08
52周价格区间（元）	9.69 - 20.41
总市值（百万）	4550.02
流通市值（百万）	4133.37
总股本（万股）	30172.54
流通股（万股）	27409.63
日均成交额（百万）	78.00
近一月换手（%）	38.34

相关报告

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%。

### 事件：

2017年1月27日，公司发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，拟作价33.42亿元并通过发行股份方式购买太阳鸟控股、南京瑞联、天通股份、东方天力等10名交易对手所持有成都亚光电子97.38%的股权，发行价格为12.95元/股；并拟向太阳鸟控股、珠海凤巢、珠海蓝本、华腾二十二号、浩蓝瑞东非公开发行股份募集配套资金不超过12亿元，发行价格为14.04元/股。

### 投资要点：

- **成立并购基金完成亚光电子收购，重大资产重组取得突破进展。**公司控股股东太阳鸟控股联合南京瑞联等8名出资方成立并购基金宁波太阳鸟，并由宁波太阳鸟借款予其控股子公司海斐新材料完成了亚光电子85.84%的股权竞价收购，再以债转股的形式将所持亚光电子的股份转让给太阳鸟控股等9名并购基金出资方，随后由上市公司以发行股份购买资产的方式向9名并购基金出资方及持有亚光电子11.54%股权的周蓉收购亚光电子97.38%的股权。我们认为上市公司通过成立并购基金的方式对亚光电子进行收购，不仅能够缓解公司的资金压力，同时由于上市公司的控股股东参与成立并购基金，通过调节出资比例能够维持其控股地位，有利于公司的经营稳定。此次资产重组草案已公布，尚需上市公司股东大会及中国证监会核准。
- **收购微波电路龙头亚光电子，有望带来整体估值溢价。**亚光电子1965年成立，原为中航工业旗下实际控制企业，多年来保持国内军工电子半导体元器件及微波电路龙头地位，具备二级保密资格证书等多项军工资质，在微波电路二极管领域与某所并称为国内“一所一厂”，在微波电路领域排名国内前三。亚光电子2015年归母净利润为-8.63亿元，主要由于原控股子公司欣华欣发生的担保支出9.49亿元，目前欣华欣资产已被剥离。根据公司公告，若本次交易在2017年实施完毕，太阳鸟控股承诺亚光电子在2017年度、2018年度以及2019年度实现的净利润不低于1.60亿元、2.21亿元、3.14亿元；此外亚光电子亦承诺完成在2016年的承诺利润数不低于1.27亿元。可见，收购亚光电子后将显著增厚上市公司业绩；考虑到2017年军工电子行业的平均市盈率达到67倍，且亚光电子的优异质地有望带来估值溢价，因此收购有望做大做强公司市值。
- **“船艇+军工电子”双轮驱动，军民融合再下一城。**公司传统业务为船艇制造，此前已通过特种艇业务切入军工领域，并取得军工三级保密资格

单位证书、总装备部装备承制单位注册证书。2010-2012 年公司分别中标中国海洋局 2.72 亿元、2.12 亿元和 2.68 亿元海监艇大单，此外 2012 年还中标国家海关总署 2.75 亿元系列大单，但由于 2013 年国务院重组新的国家海洋局，所需复合材料公务执法船艇的大额招标订单推迟，导致公司 2014、2015 年特种艇收入较 2013 年分别下降 43%和 35%。从 2016 年前三季度来看，公司特种艇营业收入为 1.27 亿元，占营业收入比重为 31.63%。公司此次布局收购亚光电子，既能够借助后者多年沉淀的军工产业资源获得更全的军工船艇方面的资质及更多的军品船艇订单，亦有助于实现由特种船舶向军工电子的业务拓展，未来有望形成“船艇+军工电子”的双主业格局。

- **首次覆盖给予公司“买入”评级。**公司收购亚光电子是其军民融合战略不断深化的体现，公司有望成为 A 股军工电子的标志性个股。考虑到公司收购事项尚未完成，我们分两种情况进行盈利预测：（1）在不考虑收购亚光电子的前提下，预计 2016-2018 年公司归母净利润分别为 19 百万元、31 百万元、40 百万元；（2）假设 2017 年完成收购亚光电子，则预计 2016-2018 年公司备考归母净利润分别为 19 百万元、191 百万元、261 百万元，对应 EPS 分别为 0.06 元/股、0.30 元/股、0.41 元/股；根据万德一致性预期测算，2017 年军工电子行业平均 PE 为 67 倍，考虑到公司在所处行业的龙头地位，给予公司估值溢价到 70 倍，对应 2017 年备考市值达到 134 亿元，对应复牌后目标价为 21 元，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**商用船艇行业景气度下行，特种艇订单不及预期，收购事项行政审批不通过的风险。

表 1：公司盈利及估值预测（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响）

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	442	602	724	864
增长率(%)	14%	36%	20%	19%
净利润（百万元）	13	19	31	40
增长率(%)	-39%	39%	66%	30%
摊薄每股收益（元）	0.05	0.06	0.10	0.13
ROE(%)	1.40%	1.66%	2.72%	3.45%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 2：公司盈利及估值预测（考虑本次发行股份摊薄因素及收购亚光电子影响）

预测指标	2016E	2017E	2018E
净利润（百万元，不考虑亚光电子）	19	31	40
亚光电子实际净利润（百万元）	127	160	221
亚光电子并表净利润（百万元）	0	160	221
合计净利润（百万元）	19	191	261
股本（百万股，不考虑增发）	302	302	302
增发股本（百万股）	0	344	344
合计股本（百万股）	302	645	645
EPS（元）	0.06	0.30	0.41

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 3: 军工电子行业估值水平

序号	代码	名称	20A16 年 PE	20A17 年 PE	20A18 年 PE
1	300474.SZ	景嘉微	104.40	75.51	57.46
2	300581.SZ	晨曦航空	89.17	70.89	56.95
3	300114.SZ	中航电测	71.89	50.35	38.83
4	300456.sz	耐威科技	131.44	85.83	65.94
5	603678.SH	火炬电子	67.06	47.73	30.93
6	300053.SZ	欧比特	118.50	56.26	42.55
7	002414.sz	高德红外	147.81	92.77	63.98
8	300516.SZ	久之洋	79.03	59.02	43.88
9	300458.SZ	全志科技	60.56	43.41	29.69
10	000988.SZ	华工科技	59.37	44.72	34.34
11	300065.sz	海兰信	86.56	55.38	37.57
12	600391.sh	成发科技	192.48	125.41	90.30
		行业平均	100.69	67.27	49.37

资料来源: 万德一致性预期、国海证券研究所

表 4:2017 年公司市值及股价预测 (考虑本次发行股份摊薄因素及收购亚光电子影响)

预测指标	2017 年
母公司归母净利润 (亿元)	0.31
亚光电子并表净利润 (亿元)	1.60
合计净利润 (亿元)	1.91
公司参考 PE	70
公司估值水平 (亿元)	134
公司合计股本 (亿股)	6.45
对应公司股价 (元)	21

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

表 5: 太阳鸟盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	300123.SZ				股价:	15.08	投资评级:	增持	日期:	2017/02/09
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值		2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	1%	2%	3%	3%	EPS		0.05	0.06	0.10	0.13
毛利率	28%	25%	25%	25%	BVPS		3.27	3.65	3.68	3.76
期间费率	24%	24%	22%	21%	<b>估值</b>					
销售净利率	3%	3%	4%	5%	P/E		318.92	242.54	146.42	113.00
<b>成长能力</b>					P/B		4.62	4.14	4.10	4.01
收入增长率	14%	36%	20%	19%	P/S		9.74	7.56	6.28	5.26
利润增长率	-39%	39%	66%	30%	<b>利润表 (百万元)</b>					
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>		<b>442</b>	<b>602</b>	<b>724</b>	<b>864</b>
总资产周转率	0.24	0.30	0.35	0.38	营业成本		319	451	545	650
应收账款周转率	3.44	4.24	5.53	5.53	营业税金及附加		4	6	7	8
存货周转率	0.87	1.14	1.16	1.24	销售费用		27	32	48	57
<b>偿债能力</b>					管理费用		55	77	77	96
资产负债率	47%	44%	45%	49%	财务费用		19	29	26	22
流动比	1.22	1.26	1.27	1.27	其他费用/(-收入)		(8)	6	8	12
速动比	0.73	0.76	0.71	0.76	<b>营业利润</b>		<b>10</b>	<b>13</b>	<b>29</b>	<b>42</b>
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	营业外净收支		10	11	11	10
现金及现金等价物	265	223	177	328	<b>利润总额</b>		<b>19</b>	<b>24</b>	<b>40</b>	<b>52</b>
应收款项	128	175	171	156	所得税费用		5	5	9	12
存货净额	368	401	477	532	<b>净利润</b>		<b>15</b>	<b>19</b>	<b>31</b>	<b>41</b>
其他流动资产	156	216	257	305	少数股东损益		1	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>917</b>	<b>1014</b>	<b>1081</b>	<b>1322</b>	<b>归属于母公司净利润</b>		<b>13</b>	<b>19</b>	<b>31</b>	<b>40</b>
固定资产	450	525	569	603	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
在建工程	151	201	171	131	<b>经营活动现金流</b>		<b>123</b>	<b>(12)</b>	<b>104</b>	<b>235</b>
无形资产及其他	192	190	165	140	净利润		15	19	31	41
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益		1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1803</b>	<b>2030</b>	<b>2085</b>	<b>2295</b>	折旧摊销		50	81	91	96
短期借款	471	501	451	451	公允价值变动		0	0	0	0
应付款项	89	107	136	285	营运资金变动		57	(113)	(18)	97
预收账款	119	122	171	190	<b>投资活动现金流</b>		<b>(176)</b>	<b>(131)</b>	<b>(14)</b>	<b>6</b>
其他流动负债	70	76	93	111	资本支出		(84)	(125)	(14)	6
<b>流动负债合计</b>	<b>749</b>	<b>806</b>	<b>851</b>	<b>1037</b>	长期投资		0	0	0	0
长期借款及应付债券	59	59	59	59	其他		(92)	(7)	0	0
其他长期负债	33	34	34	34	<b>筹资活动现金流</b>		<b>11</b>	<b>47</b>	<b>(71)</b>	<b>(17)</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>92</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	债务融资		216	30	(50)	0
<b>负债合计</b>	<b>841</b>	<b>899</b>	<b>944</b>	<b>1130</b>	权益融资		0	35	0	0
股本	285	302	302	302	其它		(205)	(18)	(21)	(17)
股东权益	962	1131	1142	1165	<b>现金净增加额</b>		<b>(43)</b>	<b>(97)</b>	<b>20</b>	<b>223</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1803</b>	<b>2030</b>	<b>2085</b>	<b>2295</b>						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

### 【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

### 【分析师承诺】

冯胜，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惟一参考因素，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。