

船艇军工两翼齐振, 太阳鸟重生变凤凰

■国内领先全材质的游艇、商务艇和特种艇系统方案提供商。公司是国内规模最大、设计和研发技术水平最高、品种结构最齐全的复合材料船艇企业之一, 连续多年公司复合材料船艇产量位列内资企业第一名。近年受经济下行和航运市场萧条影响, 公司业绩承压, 我们认为船艇业务未来会逐步好转。

■以小博大, 收购优质军工电子资产。上市公司太阳鸟以发行股份的方式 (12.95 元/股) 购买 97.38% 亚光电子股权, 交易价格为 33.42 亿元; 并以锁价方式 (14.04 元/股) 非公开发行股份募集配套资金不超过 12.00 亿元 (受定增新规影响, 发行价格和方式或调整)。交易完成后, 公司实际控制人都是李跃先先生, 未构成借壳上市。

■亚光电子: 老牌军工电子企业, 微波组件第一阵营。公司主要经营军用半导体元器件与微波电路及组件相关业务, 主要客户为国内军工院所。近年来, 军工电子行业发展迅速, 微波组器公司受到资本市场越来越多的关注。公司与某两所被一起称为行业内的“两所一厂”, 共同占据着国内绝大部分市场份额, 看好其行业领先地位和成长性。

■投资建议: 亚光电子处于微波组件行业内第一梯队的优势地位, 以及引入民营股东后, 公司经营效率和竞争能力提高, 毛利率水平尚有较大提升空间。亚光电子 2017、2018、2019 年承诺利润分别为 1.6 亿、2.2 亿、3.1 亿, 我们预测公司传统业务 2017、2018、2019 年净利润分别为 0.37 亿、0.39 亿、0.38 亿。考虑到亚光电子处于微波组件行业内第一梯队的优势地位, 我们给予亚光电子 2018 年 65 倍 pe, 传统业务给予 2018 年 70 倍 pe。对应备考市值 170.3 亿, 交易完成后上市公司总股本将增至 6.45 亿股 (考虑配套融资), 对应股价 26.4 元。首次覆盖, 给予买入-A 的投资评级, 6 个月目标价 26.4 元。

■风险提示: 军工业务不及预期; 收购失败。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	386.2	441.6	485.7	582.9	699.4
净利润	22.1	13.5	37.3	39.1	38.4
每股收益(元)	0.07	0.04	0.13	0.14	0.13
每股净资产(元)	3.05	3.09	3.41	3.55	3.68

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	273.8	449.3	153.7	146.4	149.0
市净率(倍)	6.6	6.5	5.9	5.7	5.5
净利润率	5.7%	3.1%	7.7%	6.7%	5.5%
净资产收益率	2.2%	1.5%	3.9%	3.7%	3.7%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1.1%	2.1%	2.9%	3.9%	3.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

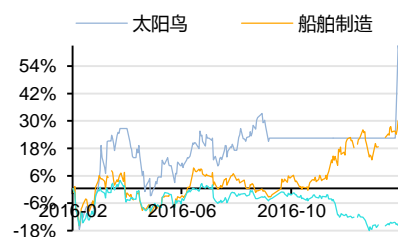
首次评级

6 个月目标价: 26.4 元
 股价 (2017-02-21) 19.13 元

交易数据

总市值(百万元)	5,772.01
流通市值(百万元)	5,243.46
总股本(百万股)	301.73
流通股本(百万股)	274.10
12 个月价格区间	10.16/20.08 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.71	37.83	71.65
绝对收益	26.86	26.86	58.54

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511090004

wangsw@essence.com.cn

021-35082050

张超

报告联系人

zhangchao@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 国内复合材料船艇企业龙头	4
1.1. 传统船艇业务制造能力突出，处于市场领先地位.....	4
1.2. 国家和地方政府纷纷出台政策支持游艇产业的发展.....	5
1.3. 国内复合材料船艇的发展前景广阔.....	6
1.4. 船艇行业龙头地位将率先受益于政策和产业发展红利.....	6
2. 以小博大，收购优质军工电子资产	7
2.1. 交易方案：发行股份收购亚光电子+募集配套资金.....	7
2.2. 交易过程：长袖善舞，以小博大.....	9
2.2.1. 交易过程.....	9
2.2.2. 关于天通股份的说明.....	12
2.2.3. 关于姜为和欣华欣的说明.....	12
3. 亚光电子：老牌军工电子企业，微波组件第一阵营	12
3.1. 公司介绍：“两所一厂”之“一厂”.....	12
3.2. 财务状况：剥离欣华欣，订单保证未来营收.....	13
3.3. 主营业务：微波电路和组件等军品.....	14
3.3.1. 业务结构：微波电路和组件军品为主要业务.....	14
3.3.2. 军品业务：半导体元器件及微波电路.....	15
3.3.3. 民品业务：安防和专网通信.....	16
3.3.4. 定增为军品业务打开资本市场融资渠道.....	16
3.4. 军工电子政策和市场空间.....	16
3.5. 竞争格局：“一厂”，微波电路及组件第一梯队.....	18
4. 盈利预测和投资建议	19
4.1. 从收购标的比较，看亚光电子稀缺性及成长性.....	19
4.2. 估值和投资建议：6个月目标价 26.4 元.....	20

图表目录

图 1：私人游艇（已出口英国）.....	4
图 2：特种艇-执法艇（图为国家海洋局订购的海监指挥艇）.....	4
图 3：营业收入按业务占比（2016 年 1~9 月）：商务艇特种艇为主.....	5
图 4：营收较为稳定.....	5
图 5：受航运市场萧条影响净利润下滑.....	5
图 6：特种艇领域各企业市场占有率第一.....	7
图 7：本次交易完成后公司股权结构（考虑配套融资的影响）.....	9
图 8：本次交易完成前亚光电下属子公司组织架构.....	13
图 9：公司营业收入变化情况.....	14
图 10：公司盈利状况.....	14
图 11：公司营收分产品构成情况（2016 年 1~9 月）.....	14
图 12：公司营收分领域构成情况（2016 年 1~9 月）.....	14
图 13：公司产品工作原理示意图.....	15
图 14：2016~2025 年我国军用雷达市场预测.....	17
图 15：全球专网通信市场规模.....	18

图 16: 我国专网通信市场规模.....	18
表 1: 复合材料船艇行业相关的主要产业政策.....	5
表 2: 交易方案.....	7
表 3: 每股收益摊薄情况对比（不考虑配套募集资金）.....	8
表 4: 本次交易完成后公司股本结构变化（考虑配套融资的影响）.....	8
表 5: 交易方案示意图.....	10
表 6: 公司获得认证资质情况.....	13
表 7: 亚光电子主要产品介绍.....	15
表 8: 募集资金分项目投入金额.....	16
表 9: 军工电子行业相关国家产业政策.....	17
表 10: 竞争格局.....	18
表 11: 同类收购案例比较.....	19
表 12: 企业财务数据比较.....	20
表 13: 估值比较.....	20

1. 国内复合材料船艇企业龙头

公司是国内领先的全材质的游艇、商务艇和特种艇的系统方案提供商，是国内首家游艇制造上市企业。同时是国内规模最大、设计和研发技术水平最高、品种结构最齐全的复合材料船艇企业之一，连续多年公司复合材料船艇产量位列内资企业第一名。公司主要致力于高性能复合材料船艇设计、研发、生产、销售及服务。

表 1：公司大事件梳理

时间	事件	内容
2010	IPO	上市募集资金 5.86 亿元
2011	并购广东宝达	通过对广东宝达的收购公司提升了在特种艇（高速艇）方面的技术、规模实力
2012	收购珠海雄达	通过对珠海雄达的收购公司扩充了游艇方面的研发、产能。（公司的技术来自收购，非自主研发）
2013	控股股东股权质押	公司公告太阳鸟控股将其持有的公司 3,700,000 股无限售流通股质押给华融湘江银行股份有限公司益阳分行用于融资贷款
2013	超级游艇基地项目（珠海）	产品定位为高性能、高附加值大型豪华游艇、商务艇及特种船艇
2015	麓谷工业园项目（长沙）	建立现代化游艇的批量生产线，进一步优化产品结构，扩大公司产能
2015	收购益阳中海	益阳中海主要专注于钢制船舶的制造，本次收购有利于上市公司丰富产品线，优化产品结构，提升公司的综合竞争力，尤其是钢制公务艇的接单能力。
2017	收购亚光电子	太阳鸟通过收购并整合亚光电子、强化和创新游艇业务销售模式等重大变化，实现“军工+游艇”双主业布局，同时引入强力资本支持，大幅提升整体经营实力并有望成为国内军民融合的平台型公司

资料来源：wind，安信证券研究中心

1.1. 传统船艇业务制造能力突出，处于市场领先地位

公司主要产品为复合材料船艇，按照用途分类可分为游艇和特种艇，其中游艇又可分为私人游艇和商务艇，主要用于个人休闲娱乐、商务活动、水上旅游观光、水上执法以及军事等领域。公司自行设计和生产的多款游艇产品代表了我国游艇工艺技术的最高水平，如国内首艘 118 英尺双体游艇，为中信轮船公司订购作为上海世博会观光用船；80 英尺游艇曾用作青岛奥帆赛的贵宾接待、指挥用艇。

近年受经济下行和航运市场萧条影响，公司业绩承受压力，营收、利润与 2012、2013 年行业景气阶段存在差距。公司在 2013 年，2014 年均未获得来自国家的海洋局和海关总署的大额招标订单，并因此导致了 2014、2015 年确认的收入相比 2013 年分别下滑了 43% 和 35%，从而导致公司期间的净利润也出现了较大下滑。

图 1：私人游艇（已出口英国）



资料来源：百度图片

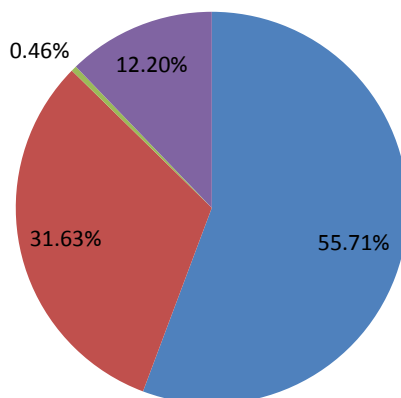
图 2：特种艇-执法艇（图为国家海洋局订购的海监指挥艇）



资料来源：百度图片

图 3：营业收入按业务占比（2016 年 1-9 月）：商务艇特种艇为主

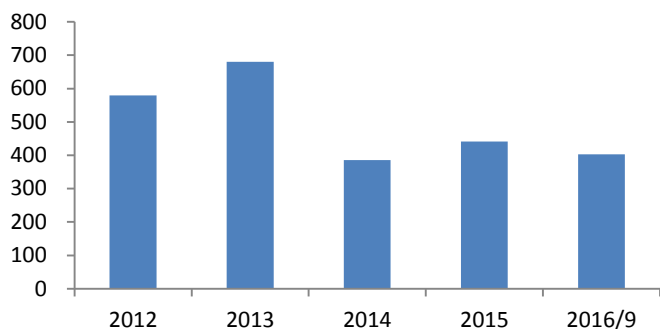
■ 商务艇 ■ 特种艇 ■ 冲锋艇 ■ 多混船



资料来源：公司公告

图 4：营收较为稳定

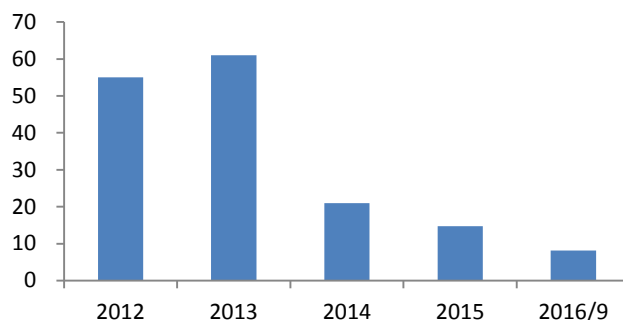
■ 营业收入（百万元）



资料来源：公司公告

图 5：受航运市场萧条影响净利润下滑

■ 净利润（百万元）



资料来源：公司公告

1.2. 国家和地方政府纷纷出台政策支持游艇产业的发展

从公司所处的游艇细分行业来看，我国游艇产业仍处于产业发展的起步阶段，近年来国家产业扶持游艇产业发展的政策密集出台，如 2015 年 8 月国务院办公厅发布的《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》，2015 年 9 月工信部、发改委等六部委联合发布的《关于促进旅游装备制造业发展的实施意见》等都明确规定了针对游艇产业的各项扶持政策，但这些扶持政策落地实施及见效仍然需要一段时间。

表 1：复合材料船艇行业相关的主要产业政策

政策	内容
关于加快发展旅游业的意见	把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业；要培育新的旅游消费热点，支持有条件的地区发展邮轮、游艇等新兴旅游；把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录。
关于船舶工业调整振兴规划	加快自主创新，开发高技术高附加值船舶；加强技术改造，提高自主创新能力。
船舶工业调整和振兴规划实施细则	加强企业技术改造。制定《船舶工业技术改造项目及产品目录》，支持高技术高附加值船舶和海洋工程装备专用生产设施项目建设，支持填补国内空白、节能环保效果显著以及产能不能满足市场需求的船舶和海洋工程装备及配套产品的技术改造。
船舶工业中长期发展规划（2006-2015）	依托国内重点需求，瞄准国内外两个市场，采取引进技术、联合建造等方式，发展液化天然气（LNG）船、高速大型集装箱船、滚装船以及豪华旅游船等高技术、高附加值船舶，逐步填补国内空白。

国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见

船舶工业技术进步和技术改造投资方向(2009-2011)

提出“开发大型海洋石油工程装备、30万吨矿石和原油运输船、海上浮动生产储油轮(FPSO)、10000箱以上集装箱船、LNG运输船等大型高技术、高附加值船舶及大功率柴油机及配套装备”。

“大型液化天然气船、万箱级以上集装箱船、大型液化石油气(LPG)船、大中型工程船舶、大型汽车运输船、客滚船、高档化学品船、科学考察船、大型远洋渔船、豪华游艇、豪华游轮等”。

资料来源：安信证券研究中心

1.3. 国内复合材料船艇的发展前景广阔

根据中国交通运输协会邮轮游艇分会预测，从2014年开始我国游艇产业发展开始提速，到2024年游艇制造产业产值将会突破500亿元。目前中国游艇大概有1万艘，按照现有的发展速度，10年后将会突破10万艘。一艘艇的价格大概是50万到100万，以保守的价格估计，市值就达到500亿元。这500亿元市值仅仅是制造业，按照行业1:4的算法，游艇服务业的产值将会达到2000亿元。中国目前游艇行业还处于初级阶段，在国外，钓鱼艇占游艇总量的50%，帆船占游艇总量的20%，这两者加起来是70%，而在我国所占比例不到5%，市场潜力巨大。

从人均GDP角度来看，我国已具备游艇经济的发展基础。根据世界游艇行业的发展规律，当地区人均GDP达到3000美元时，游艇经济就开始萌芽；当人均GDP达到6000美元时，游艇经济进入快速发展阶段。我国目前人均GDP已达7485美元，广东、北京、上海等7个省市人均GDP更是突破万美元大关。随着我国经济稳定增长，居民财富迅速积聚及由此带来的消费升级，为私人游艇市场发展提供了经济基础。

从公司所处的游艇细分行业看，我国商务游艇属新兴消费，行业发展受益于消费升级。从市场表现看，近年一些以上市公司为代表的大型企业如华为、中信轮船公司、中国金茂集团等，均已购置了自己的商务游艇。同时我国很多沿海城市的俱乐部、地产商对游艇的购置呈明显上升的态势。这些现象在近几年比较明显，可见商务游艇的消费先是由地产商、游艇俱乐部、大型企业所推动的，暗示了行业需求正在打开，不过真正普通大众的休闲娱乐消费基本还没有起来。所以总体而言商务游艇行业近年开始加速发展，但是当前基本还处于成长初期或者幼稚期。

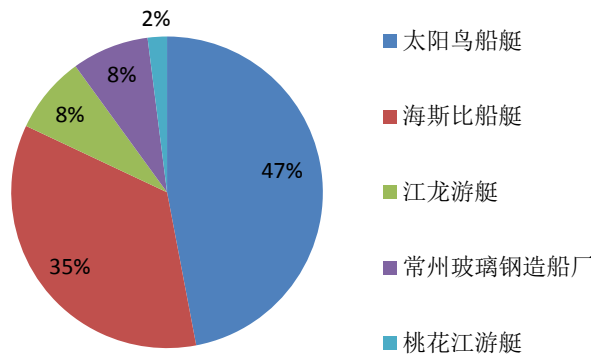
特种艇市场需求持续增长。特种艇行业生命周期由需求驱动，需求来自于更新需求和国家政策驱动的新增需求。其中更新需求是由于特种艇使用频繁、消耗、更新升级快，更新换代周期较短（一般为5-8年，远低于游艇20年左右的寿命），这部分需求比较刚性且稳定；新增需求，主要来自两方面：①海上贸易、海上农业、港口建设增多等带来的水上执法、港口引航、水文调查、科研、抗洪救灾等常规执法艇需求；②国家领土争端带来的军事执法艇需求。考虑到“海上丝绸之路”的政策启动，以及南海地区局势仍不明朗带来的影响，未来几年特种游艇市场需求将会出现较高的增长点。根据中船重工经济研究中心预测，未来几年，我国仅海洋公务执法船需求将达到300-500亿元。

1.4. 船艇行业龙头地位将率先受益于政策和产业发展红利

游艇行业竞争对手主要是一些中小民营企业以及合资企业，另外还有部分贴牌生产企业，同竞争对手相比，公司有自主设计能力，对品牌较为重视，不断进行产品横、纵向拓展，相对一些小型内资企业具备很强的竞争力。

在特种艇领域，总体看行业中无外资的参与，也较少受到大型国企的竞争，竞争主要是在中小型国企、民营企业之间，总体竞争不那么激烈。呈现双寡头竞争格局：公司与深圳海斯比市占率合计达82%，其中公司连续多年市占率第一（公司为47%，高于海斯比的35%）。

图 6：特种艇领域各企业市场占有率第一



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

复合材料艇行业，公司在整个复合材料艇的市场占有率从 2008 年的 6.14% 提升到 2012 年的 10%，市场占有率的提升主要是通过收购佛山宝达实现的，目前公司市场份额位居整个复合材料艇第一。

2. 以小博大，收购优质军工电子资产

2.1. 交易方案：发行股份收购亚光电子+募集配套资金

表 2：交易方案

	发行价格(元/股)	发行股份数量(万股)	金额(亿元)	发行对象	用途描述
发行股份购买资产	12.95	25,806.95	33.42	太阳鸟控股、南京瑞联、天通股份、东方天力、东证蓝海、浩蓝瑞东、浩蓝铁马、华腾五号、华腾十二号和周蓉共 10 名交易对方	收购亚光电子 97.38% 股权 (剩余 2.62% 为自然人姜为持有，因该股权已被质押，未成为交易对象)
募集配套资金	14.04 (锁价)	不超过 8547.01	不超过 12	太阳鸟控股、珠海凤巢、珠海蓝本、华腾二十二号及浩蓝瑞东	支付交易税费、中介费用及亚光电子投资项目

注：本次交易前，上市公司总股本为 30,172.54 万股，不考虑配套募集资金的影响，交易完成后上市公司总股本将增至 55,979.50 万股，考虑配募集资金的影响，交易完成后上市公司总股本将增至 64,526.50 万股。

资料来源：公司公告

本次交易方案涉及两个环节：

(1) 发行股份购买资产

上市公司拟以 12.95 元/股发行 25,806.95 万股，购买太阳鸟控股、南京瑞联、天通股份、东方天力、东证蓝海、浩蓝瑞东、浩蓝铁马、华腾五号、华腾十二号和周蓉共 10 名交易对方所持有成都亚光电子 97.38% (剩余 2.62% 为自然人姜为持有，因该股权已被质押，未成为交易对象) 的股权；采用收益法评估，亚光电子全部股权预估值合计为 32.47 亿元，经协商，97.38% 股权的交易价格初步确定为 33.42 亿元。

(2) 募集配套资金

锁价方式 14.04 元/股发行不超过 8,547.01 万股 (受定增新规影响，发行价格和方式或调整)，向太阳鸟控股、珠海凤巢、珠海蓝本、华腾二十二号及浩蓝瑞东非公开发

行股份募集配套资金，配套资金总额不超过 12.00 亿元，用于支付交易税费、中介费用及亚光电子投资项目。

假设本次交易于 2015 年 1 月 1 日完成，本次交易的标的公司自 2015 年 1 月 1 日即纳入上市公司合并报表范围，同时不考虑配套募集资金新增股份，则上市公司在 2015 年度存在亏损的情形，而 2016 年 1-9 月的备考每股收益较交易前有所增加。对 2015 年、2016 年 1-9 月的每股收益摊薄情况对比如下：

表 3：每股收益摊薄情况对比（不考虑配套募集资金）

项目	2016 年 1-9 月			2015 年度		
	交易前	交易后备考	变动率	交易前	交易后备考	变动率
营业收入 (万元)	40,304.32	85,829.19	112.95%	44,156.65	122,515.92	177.46%
归母净利润 (万元)	964.56	3,703.16	283.92%	1,348.39	-89,952.47	-6,771.10%
上市公司总股本 (万股)	30,172.54	55,797.50	85.53%	30,172.54	55,797.50	85.53%
每股收益 (元/股)	0.03	0.06	100.00%	0.05	-1.61	-3,320.00%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

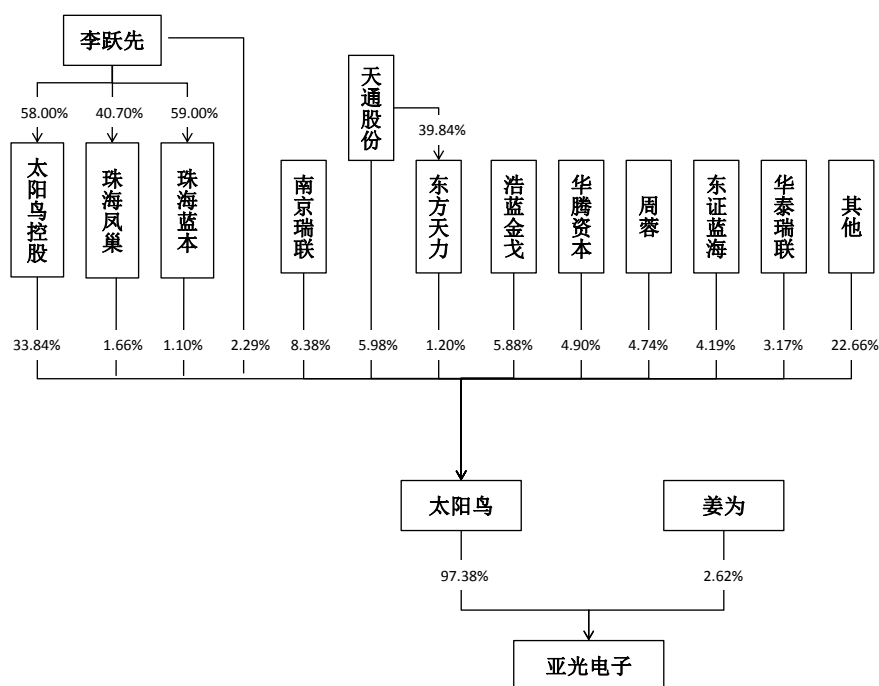
本次交易前，太阳鸟控股持有上市公司 38.90% 的股权，系上市公司控股股东；李跃东直接持有公司 4.90% 股份，通过实际控制太阳鸟控股，李跃东直接及间接支配的公司股份占公司总股本的 43.80% 股权，系上市公司实际控制人。本次交易完成后，不考虑配套募集资金的影响，李跃先直接以及通过太阳鸟控股、珠海凤巢、珠海蓝本及代周蓉行使股东投票权而间接支配的表决权占公司总股本的比例合计 **40.33%**（考虑配套融资后为 **43.63%**），李跃先仍为公司的实际控制人。

表 4：本次交易完成后公司股本结构变化（考虑配套融资的影响）

股东	原持股数 (股)	原持股比例 (%)	重组后持股数 (股)	重组后持股比例 (%)
李跃东	14,780,800	4.90	14,780,800	2.29
太阳鸟控股	117,379,092	38.90	218,379,918	33.84
南京瑞联	-	-	54,047,161	8.38
天通股份	-	-	38,605,114	5.98
东方天力	-	-	7,721,023	1.20
浩蓝金戈	-	-	38,006,598	5.88
华腾资本	2,900,000	0.96	31,641,370	4.90
周蓉	-	-	30,587,637	4.74
东证蓝海	-	-	27,023,580	4.19
华泰瑞联基金	20,480,000	6.79	20,480,000	3.17
珠海凤巢	-	-	10,683,760	1.66
珠海蓝本	-	-	7,122,507	1.10
其他股东	146,185,518	48.45	146,185,518	22.66
总股本	301,725,410	100.00	645,264,986	100.00

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：本次交易完成后公司股权结构（考虑配套融资的影响）



资料来源：公司公告

2.2. 交易过程：长袖善舞，以小博大

2.2.1. 交易过程

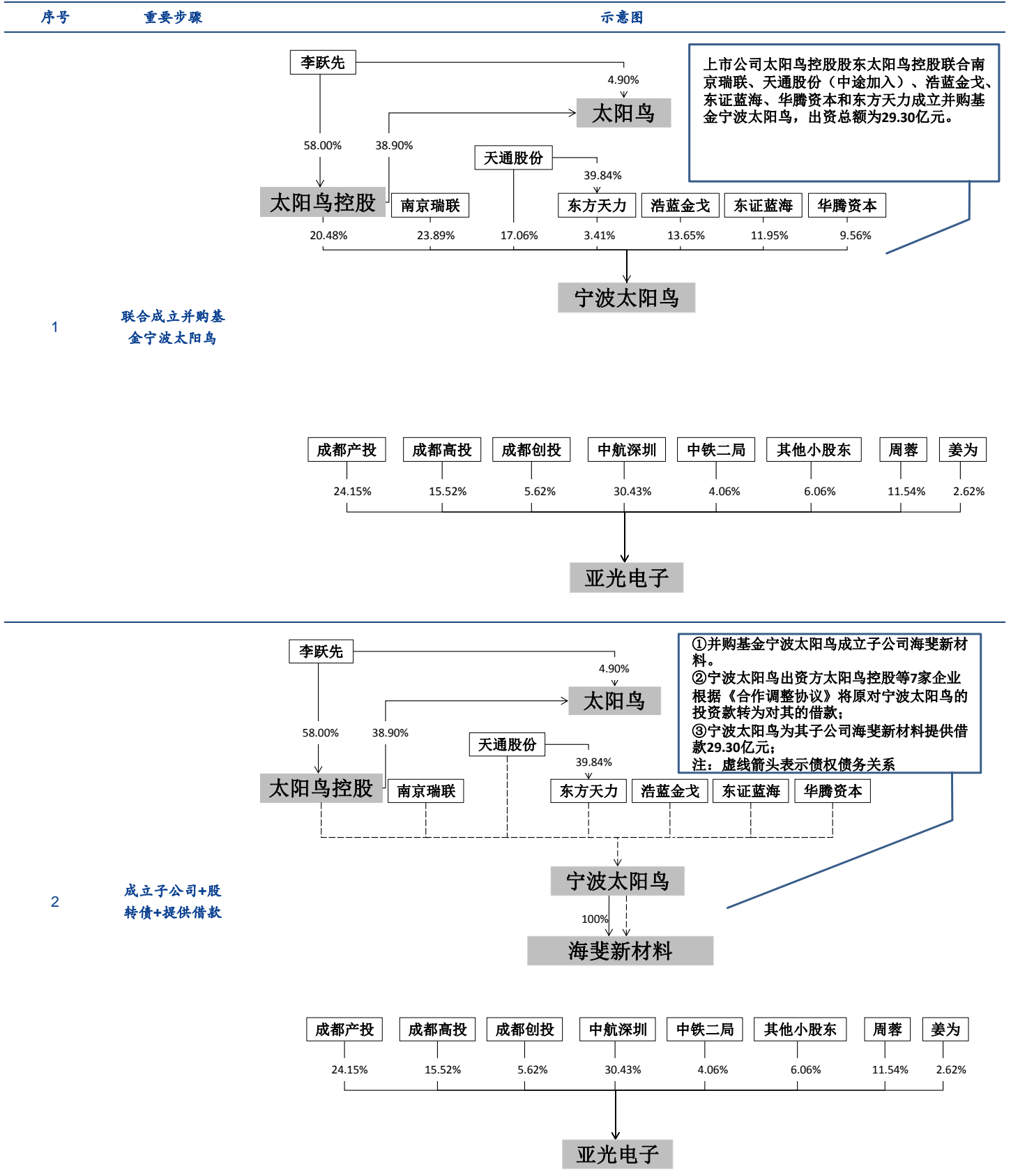
本次交易过程梳理见下表，其中虚线表示债务债权关系。

上市公司控股股东太阳鸟控股联合另外 6 家企业共同出资 29.30 亿元设立并购基金宁波太阳鸟，并成立子公司海斐新材料。

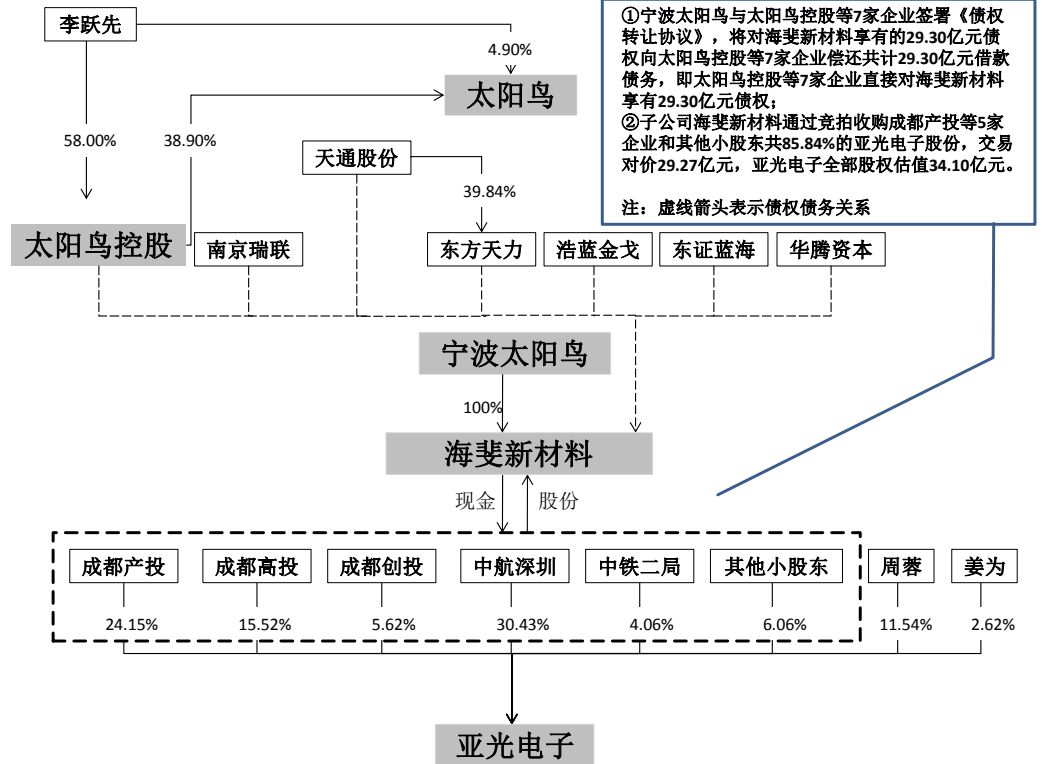
出资方通过“股转债”和“债权转让”的方式将全部出资额转换为对海斐新材料的直接债权，并在海斐新材料拍得亚光电子 85.84% 的股权后，以“债转股”的方式取得亚光电子股权（即以此债权向海斐新材料购得海斐新材料所持的亚光电子 86.84% 股权）。

最后，上市公司太阳鸟以发行股份的方式购买以上 7 家企业及自然人周蓉持有的共计 97.38% 亚光电子股权，完成并购事项。

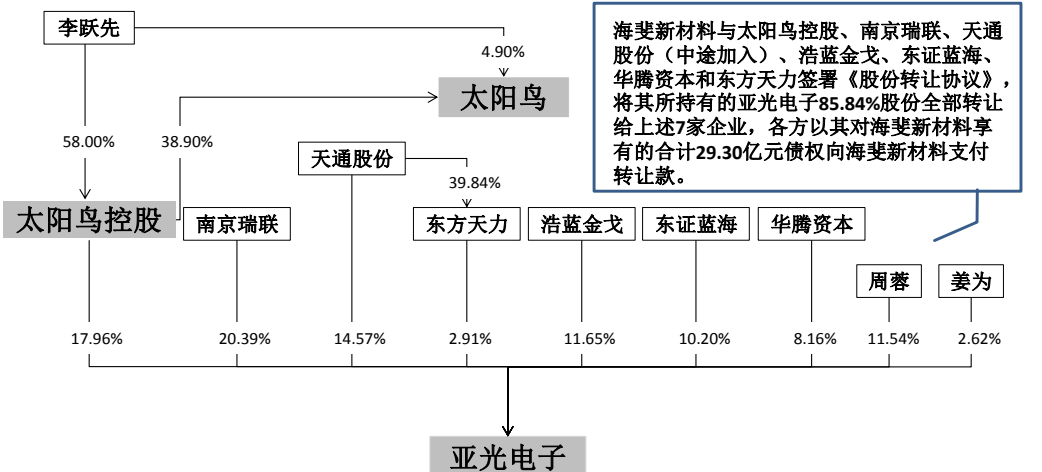
表 5: 交易方案示意图



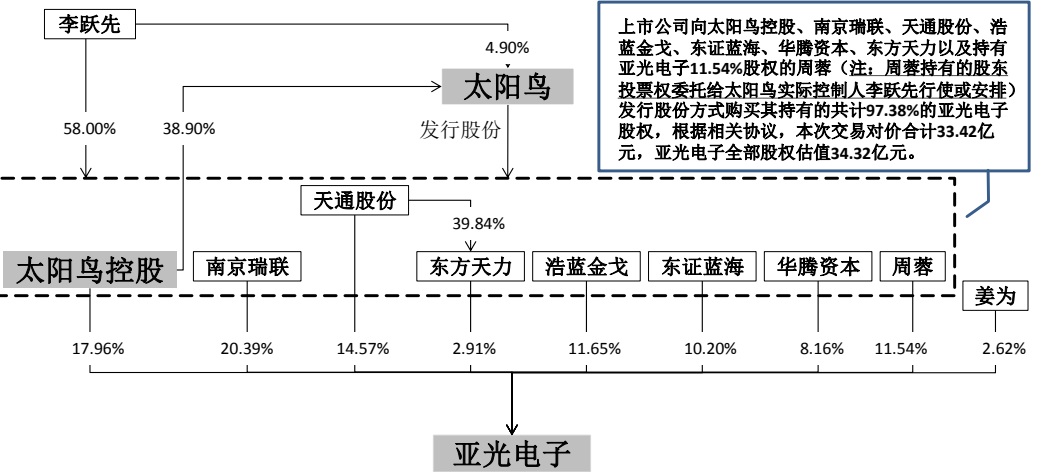
3 债权转让+子公司参与亚光电子竞拍

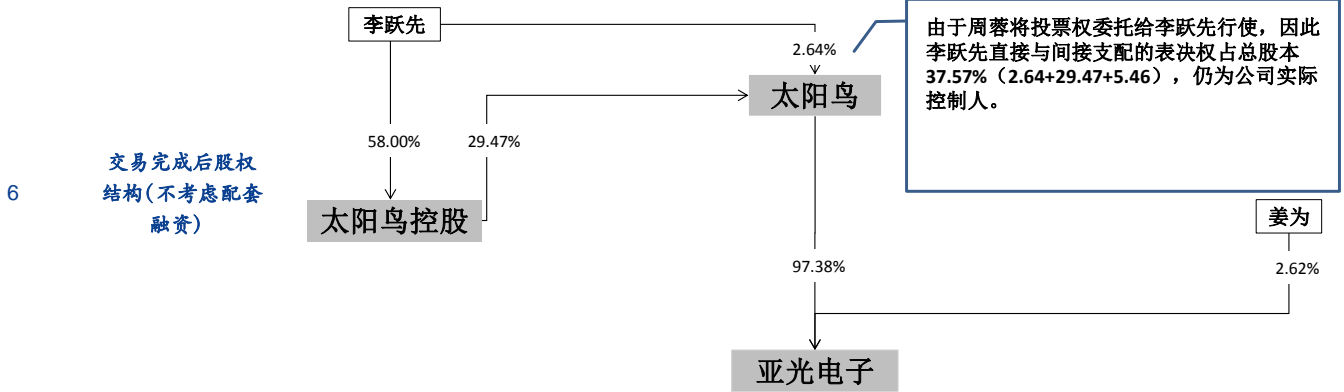


4 子公司股份转让



5 上市公司发行股份购买资产





关键词释义：

太阳鸟：指上市公司太阳鸟游艇股份有限公司

太阳鸟控股：指上市公司控股股东湖南太阳鸟控股有限公司

宁波太阳鸟：指并购基金宁波梅山保税港区太阳鸟股权投资合伙企业（有限合伙）

海斐新材料：指并购基金子公司湖南海斐新材料有限公司

亚光电子：指标的公司成都亚光电子股份有限公司

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2.2. 关于天通股份的说明

2016年10月25日，天通股份和太阳鸟在西南联合产权交易所竞买亚光电子45.29%国有股权失败，天通股份基于长远利益角度的考虑，后期不再参与亚光电子30.43%的国有股权报价，终止此次重大资产重组。事后与竞拍对手的控股股东太阳鸟控股进行友好协商，天通股份与其达成协议：天通股份与太阳鸟控股等6家企业共同对宁波梅山保税港区太阳鸟股权投资合伙企业进行出资；其中天通股份出资5亿元，认购该公司17.06%的股份，关联方东方天力出资1亿元，认购该公司3.41%的股份，即天通股份共认购其20.47%的股份。

此次交易完成后，考虑配套融资，天通股份持有上市公司6.46%股份，资金原始成本为12.95元/股。

2.2.3. 关于姜为和欣华欣的说明

姜为巨资操纵甲醇期货，所持亚光电子股份被司法冻结。欣华欣原为亚光电子控股子公司，姜为是原总经理。在2014年11月14日至12月16日期间，姜为存在实际控制欣华欣等42个期货账户，集中资金优势、持仓优势，连续买卖“甲醇1501”合约和为影响期货市场行情囤积现货，因交易该合约共亏损79,459,652元。姜为所持亚光电子股份被司法冻结。

亚光电子巨额亏损，剥离欣华欣。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。

姜为所持2.62%的亚光电子股份尚处于司法冻结期间，存在妨碍权属转移的情形，未纳入本次重组。

3. 亚光电子：老牌军工电子企业，微波组件第一阵营

3.1. 公司介绍：“两所一厂”之“一厂”

亚光电子前身为成立于 1965 年的亚光电工厂，是国内最早的半导体元器件、微波电路及组件供应商之一。公司主要从事军用半导体元器件与微波电路及组件的研发、设计、生产、销售与服务，其产品属于军工电子范畴，包括半导体分立器件、微波混合集成电路、微波单片集成电路、微波组件等，主要应用于航天、机载、弹载、舰载、地面雷达等军用雷达的通讯、电子对抗、通信系统等领域，主要客户为国内相关军工院所等。目前，公司已经取得了从事军工产品生产所需要的四项资质。除此之外，亚光电子还从事安防及专网通信等工程类业务。

亚光电子的军用产品业务微波电路及组件领域中，公司与 A 所和 B 所并称为“两所一厂”，占据着国内微波电路及组件的大部分市场份额，远远领先于其他科研单位和企业。行业中的其他竞争者，多为在“两所一厂”后进入微波电路及组件领域的体量较小的企业，客户资源积累少，质量保证能力弱，产品门类窄，与“两所一厂”之间的差距依然较大。

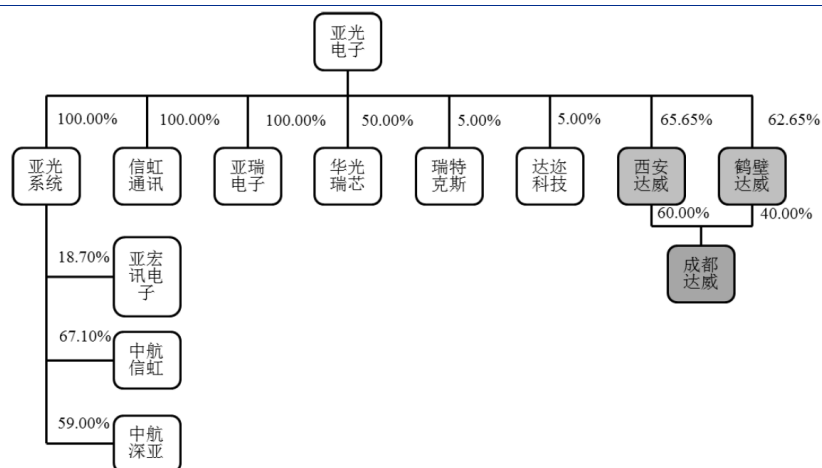
表 6：公司获得认证资质情况

序号	证书名称	批准/发证部门	有效期
1	武器装备质量体系认证证书	武器装备质量体系认证委员会	至 2017 年 10 月
2	二级保密资格单位证书	国防武器装备科研生产单位 保密资格审查认证委员会	至 2021 年 2 月
3	武器装备科研生产许可证	国家国防科技工业局	至 2017 年 12 月
4	装备承制单位注册证书	中国人民解放军总装备部	至 2018 年 4 月

资料来源：公司公告

本次交易完成前，公司主要股东包括成都产投、成都高投、成都创投、中航深圳、中铁二局、周蓉、姜为和其他中小股东。公司拥有四个控股子公司亚光系统、信虹通讯、亚瑞电子和华光瑞芯。公目前已经形成了明确的母子公司业务架构体系：亚光系统主要从事通信系统的开发与销售；信虹通讯主要从事通讯设备及电子元器件的生产和销售；亚瑞电子负责开发和销售各类电子元器件；华光瑞芯负责微波单片集成电路、数字模拟集成电路等半导体器件的设计、制造和销售。

图 8：本次交易完成前亚光电下属子公司组织架构



注：亚光电子拟剥离上图中西安达威、鹤壁达威、成都达威三家已无实际经营业务的公司，相关处置工作正在进行中。

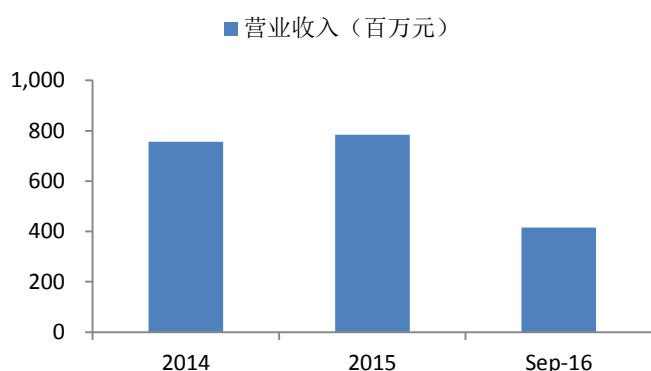
资料来源：公司公告

3.2. 财务状况：剥离欣华欣，订单保证未来营收

报告期内，亚光电子营业收入和盈利状况变动比较剧烈，其主要原因是亚光电子原控股子公司欣华欣出现巨额资产减值。欣华欣在 2014 年为昆明鼎达石化有限公司 1.59 亿元欠款承担连带赔偿责任，致使亚光电子资产减值损失达 2.94 亿元。2015 年，由于欣华欣无法偿还银行贷款，亚光电子为其承担担保责任，发生担保支出 9.49 亿元。因此，导致亚光电子在 2014 年和 2015 年亏损严重。目前亚光电子已将欣华欣剥离，致使营业收入出现比较明显下降，但公司已实现扭亏为盈。

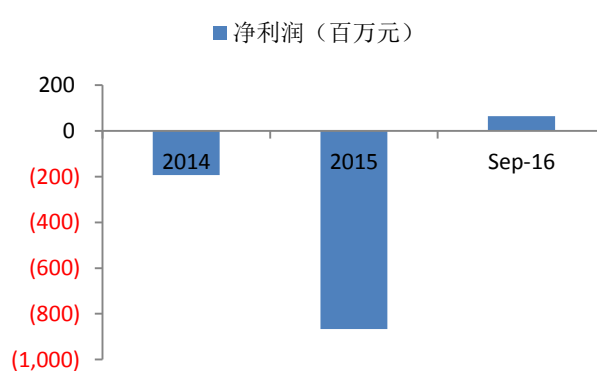
根据上市公司对深交所问询的反馈公告，目前亚光电子已拟订合同总金额为 5.5 亿元，上述合同将在 2017 年执行。军品方面待竞标、竞标中及已中标的合同项目预计总收入达 15.25 亿（见下表）；民品方面，目前亚光电子已中标项目 1.47 亿元。估根据企业历史年度的竞标中签率及已签订、中标合同金额预测未来三年可实现收入分别为 9.03 亿、11.72 亿、14.82 亿，共计在 35 亿以上。

图 9：公司营业收入变化情况



资料来源：公司公告

图 10：公司盈利状况



资料来源：公司公告

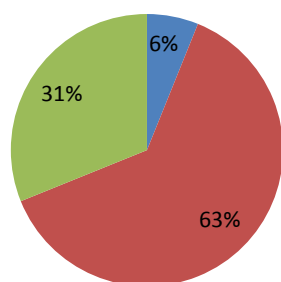
3.3. 主营业务：微波电路和组件等军品

3.3.1. 业务结构：微波电路和组件军品为主要业务

从收入结构看，报告期内一直维持稳定，微波电路与组件产品的销售是亚光电子收入的主要来源，2016 年 1~9 月微波电路与组件收入占总营业收入的比例达 62.84%，主要原因是国防军备行业的稳定发展，为亚光电子带来了良好的行业发展环境。

图 11：公司营收分产品构成情况（2016 年 1~9 月）

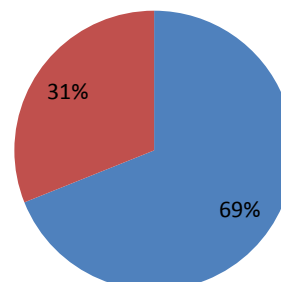
■ 半导体器件 ■ 微波电路与组件 ■ 安防与专网通信及其他



资料来源：公司公告

图 12：公司营收分领域构成情况（2016 年 1~9 月）

■ 军用领域 ■ 民用领域



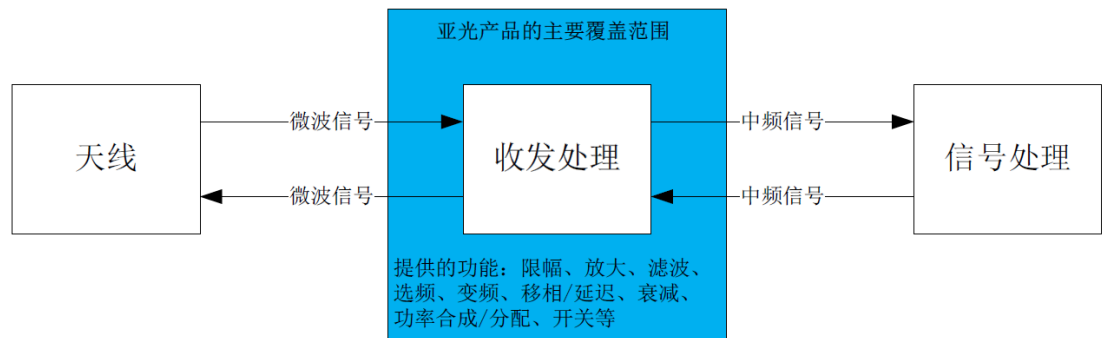
资料来源：公司公告

3.3.2. 军品业务：半导体元器件及微波电路

亚光电子军工产品主要分为半导体元器件及微波电路两大类产品，为公司核心产品。其中，半导体器件产品包括微波二极管及晶体三极管，而微波电路产品则可分为微波混合集成电路、微波单片集成电路与功能模块组件等产品类别。

微波信号的接收与发射是半导体元器件及微波电路的最基本功能，该过程涉及三大核心环节：天线、收发处理、信号处理，而亚光电子的产品聚焦于收发处理环节。在微波信号的接收过程中，高频的微波信号首先通过天线接收，经过信号放大、滤波、选频、变频等一系列处理，实现微波信号到中频信号的变换，将中频信号输出到信号处理单元，供后续算法使用；在发射过程中，从信号处理单元接收中频信号，经过变频、放大，实现中频信号到微波信号的转换，将微波信号输出到天线，供天线发射使用。

图 13：公司产品工作原理示意图



资料来源：公司公告

表 7：亚光电子主要产品介绍

产品大类	产品小类	功能介绍	产品图例
半导体元器件（军）	微波二极管	是微波电路中实现电路性能的基础器件，在微波电路中用量较大，实现检波、混频、放大、限幅、衰减、移相、调制、开关等多种控制作用，属于军工产品特种器件。	
	晶体三极管	属于电子电路的核心基础器件，为电路提供高频放大、高速开关、高频振荡等电流控制功能。	
微波电路及组件（军）	微波混合集成电路	包括单功能电路和控制电路。单功能电路产品用于实现微波信号的放大、检测、功率分配与合成（简称功分）、混频、滤波、变压、耦合等功能；控制电路产品用于实现微波信号的移相、衰减、限幅等功能。	
	微波单片集成电路	产品包括开关、移相器、衰减器、滤波器、低噪放、驱动放大器、功放、变频器、多功能芯片、收发芯片等。	
	微波功能模块组件	为雷达、导引头、卫星通信等实现部件级的配套能力，包括星用变频器、微波开关及开关矩阵、接收前端、频率源、毫米波 T/R 组件等。	
安防与专网通信（民）	安防与专网通信	安防服务主要为银行用户提供系统级解决方案和工程施工服务；专网通信类产品为应用部门提供个性化的无线通信应用和解决方案。	-

资料来源：公司公告

3.3.3. 民品业务:安防和专网通信

公司民用产品业务，主要包括安防和专网通信的产品与服务。亚光电子是国内最早期能提供安防整体解决方案的集成商之一，在该行业积累了十分深厚的经验。安防类产品主要包括微波入侵探测器、报警控制器、安防报警灯、安全接入控制器等，客户主要为银行、消防、加油站等；在安防服务领域，亚光电子主要为银行用户提供系统级解决方案和工程施工服务，提供的解决方案包括金融理财销售风险管理系统等。以亚光电子为客户提供的金融理财销售风险管理系统为例，该套服务包含录音录像、数据存储、数据检索三大功能，可以实现金融理财销售过程中的音视频数据的安全储存和管理，便于客户实现可控化后台管理。

在专网通信领域，亚光电子目前能够提供针对公安、武警、消防、政府、交通等部门具备个性化的专网无线通信应用和解决方案。亚光电子的专网通信类产品包括数字同频同播系统、PDT 数字集群系统、专网融合通信、应急指挥调度系统、数字移动基站、800MHzTETRA 系统，亚光电子主要产品无线指挥调度系统已在部分城市交管局、消防总队、公安局、生产建设兵团投入应用，800M 无线数字集群系统在成都地铁 1 号线一期工程、成都市政务网三期工程投入应用，公司在西南地区专网通信产品领域已占据了较稳定的市场份额。

3.3.4. 定增为军品业务打开资本市场融资渠道

根据交易报告书，此次非公开发行以 14.04 元/股的价格共发行 8,547.01 万股，合计募集资金额不超过 12.00 亿元，募集资金拟用于支付本次交易的中介费用、交易税费以及投资射频微机电 (RFMEMS) 等新技术研发中心建设项目、微波混合集成电路微组装生产线技术改造项目、生产管理系统建设项目等投资项目。通过本次重组及募集配套资金，从事军品生产的标的公司将借助上市公司打开资本市场融资渠道，投资建设市场前景看好的军品、民品项目，更好地保障军品科研生产任务的完成；同时有助于上市公司收入规模及盈利能力的稳步提升，实现上市公司股东的共赢。

表 8：募集资金分项目投入金额

序号	项目	投资总额 (万元)
1	射频微机电 (RFMEMS) 等新技术研发中心建设项目	14,475.00
2	微波混合集成电路微组装生产线技术改造项目	99,850.00
3	生产管理系统建设项目	6,212.00
合计		120,573.00

注：如募集配套资金未获实施或虽获准实施但不足以支付本次交易的项目投资需要的，则不足部分由公司自筹资金补足。

资料来源：公司公告

3.4. 军工电子政策和市场空间

亚光电子所处细分行业为军工电子行业。军工电子是将模拟电子技术、数字电子技术和电力电子技术深度应用于军事武器装备的综合性军工技术体系，是国防信息化建设的基石，是国防信息化中装备信息化的核心。装备信息化最核心的技术集中于军工电子行业，其中包括从芯片、电子元器件等基础器件到计算机、通信系统、软件系统、传感器系统、定位系统和模拟系统等军事系统的各类产品技术。军工电子行业是国家鼓励发展的高技术产业和战略性新兴产业，受到国家的鼓励与大力扶持。

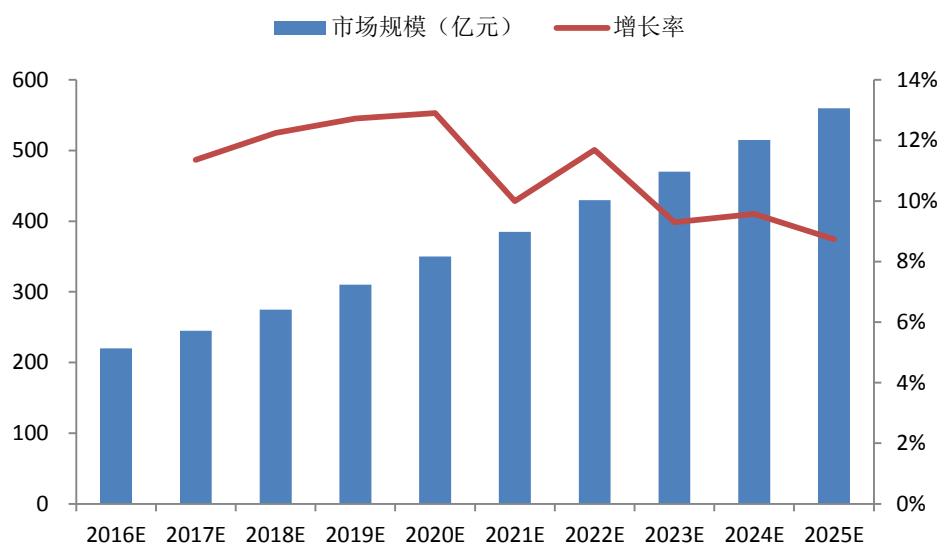
表 9：军工电子行业相关国家产业政策

政策	内容
《关于建立和完善军民结合寓军于民武器装备科研生产体系的若干意见》	明确提出要推动军工开放，深化军工企业改革，以调整和优化产权结构为重点，引导社会资源进入武器装备科研生产领域，通过资产重组、上市、兼并收购等多种途径推进股份制改造，鼓励符合条件的社会资本参与军工企业股份制改造。
《鼓励和引导民间资本进入国防科技工业领域的实施意见》	允许民营企业按有关规定参与承担武器装备科研生产任务，鼓励民间资本参与军民两用技术的开发。
《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	指出要“推动军民融合深度发展”，“健全国防工业体系，完善国防科技协同创新体制，改革国防科研生产管理 and 武器装备采购体制机制，引导优势民营企业进入军工产品科研生产和维修领域”。
《促进军民融合式发展的指导意见》	提出“到 2020 年形成较为健全的军民融合机制和政策法规体系，军工与民口资源的互动共享基本实现，先进军用技术在民用领域的转化和应用比例大幅提高，社会资本进入军工领域取得新进展，军民结合高技术产业规模不断提升”。
《中国的军事战略》	指出“根据战争形态演变和国家安全形势，将军事斗争准备基点放在打赢信息化局部战争上”，“着眼建设信息化军队、打赢信息化战争”，“贯彻军民结合、寓军于民的方针，深入推进军民融合式发展”。
《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》	指出要“推进军工产品科研生产能力结构调整，推动扩大军工外部协作”和“推动军工产品科研生产单位履约信誉评级，加强与全国工商联的合作交流，推动军工企业改制重组和上市”。

资料来源：公司公告

公司生产的半导体元器件及微波电路主要应用于雷达、导引头、航天通信三大领域，属于军工电子行业上游供应商。在以上三个重要应用领域中，雷达是军工电子领域覆盖范围最广的装备之一。军用雷达是获取陆海空天战场全天候、全范围战术情报最主要的手段，是实现远程打击、精确打击的必要手段，是军工行业核心技术壁垒较高、应用较广泛的领域，在国防军事领域具有极其重要的战略地位，广泛应用于警戒、引导、武器控制、侦查和航行保障等领域，市场空间巨大，是军工行业的高地之一。据智研咨询预测，2025 年我国军用雷达市场规模有望达到 573 亿元，年复合增长率高达 11.5%，未来十年军用雷达市场总规模将达到 3776 亿元。

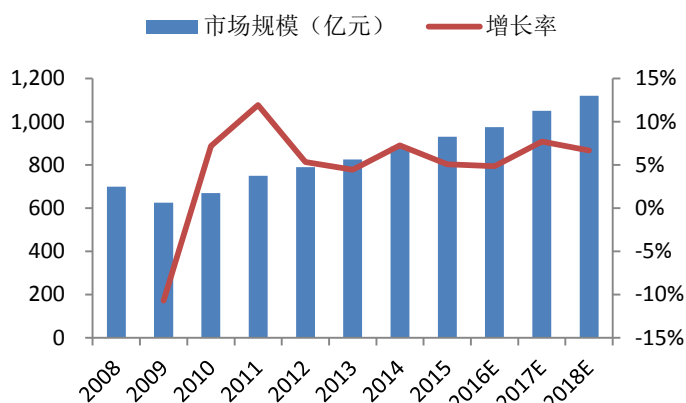
图 14：2016~2025 年我国军用雷达市场预测



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

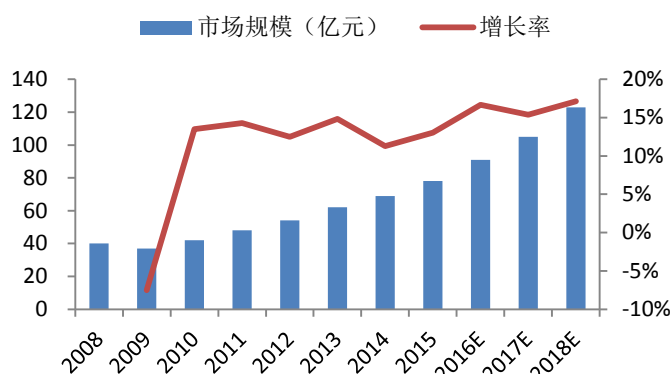
根据汉鼎咨询统计，2015 年全球专网通信市场规模已达 930 亿元人民币，预计未来 3 年复合增长率在 6% 左右。

图 15: 全球专网通信市场规模



资料来源: 汉鼎咨询, 安信证券研究中心

图 16: 我国专网通信市场规模



资料来源: 汉鼎咨询, 安信证券研究中心

3.5. 竞争格局：“一厂”，微波电路及组件第一梯队

亚光电子的军用产品业务微波电路及组件领域中，公司与 A 所和 B 所并称为“两所一厂”，占据着国内微波电路及组件的大部分市场份额，远远领先于其他科研单位和企业。行业中的其他竞争者，多为在“两所一厂”后进入微波电路及组件领域的体量较小的企业，客户资源积累少，质量保证能力弱，产品门类窄，与“两所一厂”之间的差距依然较大。

亚光电子的民用产品业务均发生在西南地区，其中安防工程领域行业集中度较低，参与企业规模都较小，竞争较为充分；而专网通信行业集中度相对较高，公司在西南地区具有一定行业影响力，竞争对手包括摩托罗拉系统(中国)有限公司、四川维德通信技术有限公司等。

表 10: 竞争格局

领域	公司名称	公司介绍
军用	A 所	主要研究方向包括固态功率器件与射频微系统、光电显示与探测等。拥有“微波毫米波单片集成电路与模块国家级重点实验室”、“国家平板显示技术工程中心”和“有源层优化生长技术研究应用中心”等国家级实验室和应用中心。
	B 所	研究领域涉及微电子、光电子、微机械电子系统 (MEMS) 及支撑。
	方大化工 (000818)	子公司长沙韶光和成都创新达分别从事于军用集成电路业务和军用微波器件、组件及系统的研发与生产，产品广泛应用于航空航天、通讯、雷达和电子对抗等高科技领域。
	C 公司	国内知名的从事军、民用微波器件、组件和系统的研发、生产和销售的高新技术企业，产品包括各类有源、无源微波器件及微波混合集成模块、组件、分系统和系统，广泛应用于航天、航空、航海、遥感、遥测、导航、雷达、电子对抗、通信等高端领域。
	盛路通信 (002446)	收购南京恒电涉足军工微波通信业务。南京恒电主要从事微波混合集成电路及其相关组件的设计、开发、生产与服务，公司的产品频率范围覆盖了 DC~50GHz，包括各种微波限幅器、放大器、PIN 开关、移相器、开关滤波器组、变频模块、T/R 组件等。
民用	红相电力 (300427)	收购星波通信涉足军工微波通信业务。星波通信致力于射频/微波滤波器产品及微波有源部件、组件产品及子系统的研制生产，主要产品包括 LC 滤波器及腔体滤波器、各类选频滤波开关组件、微波雷达收/发组件及子系统、微波低噪声放大器及功率放大器、微波频率源系列 (含倍频源、频率综合器)、宽带耦合器、功分器等系列产品。
	摩托罗拉系统 (中国)	专注于为政府、公共安全和企业客户提供任务关键型通信解决方案。
	维德通信	主要经营基站系统、移动台，电子元器件、结构件、等专网通信业务。

资料来源: 安信证券研究中心

4. 盈利预测和投资建议

4.1. 从收购标的比较，看亚光电子稀缺性及成长性

近年来，雷达等军工电子行业发展迅速，微波组器件公司受到资本市场越来越多的关注，相关并购案例逐渐增多。典型的案例有，红相电力收购星波通信，盛路通信收购南京恒电，方大化工收购长沙韶光和成都创新达，以及太阳鸟收购亚光电子。

对几个标的公司以及收购方案进行横向比较如下表，综合前文对亚光电子的业务分析，我们认为：

(1) 技术水平：亚光电子处于微波组件行业内第一梯队，积淀深厚，技术领先。

亚光电子的军用产品业务微波电路及组件领域中，公司与 A 所和 B 所并称为“两所一厂”，占据着国内微波电路及组件的大部分市场份额，远远领先于其他科研单位和企业。

(2) 营收体量、盈利规模：亚光电子低于 A 所和 B 所，但显著优于其余企业。

亚光电子 2015 年营收 7.84 亿元，远高于星波通信等标的，我们预测未来三年公司营收会达到 10 亿以上。

(3) 毛利率：亚光电子毛利率水平尚有较大提升空间。

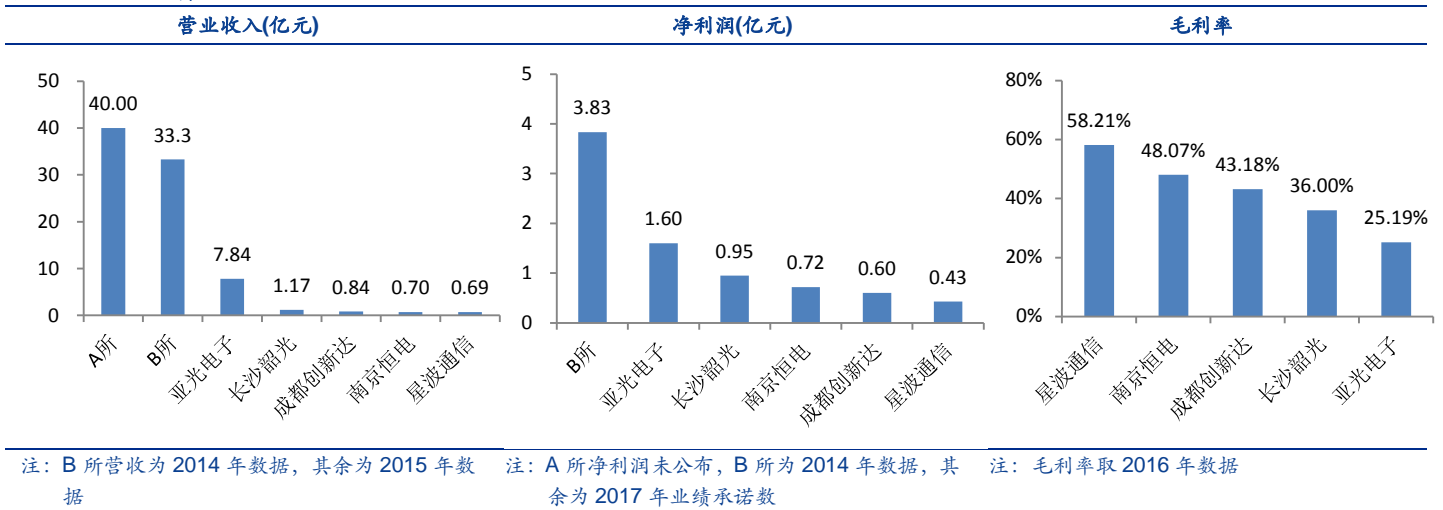
公司毛利率水平低于其余标的，引入民营股东后，公司经营效率和竞争能力提高，毛利率水平尚有较大提升空间。

表 11：同类收购案例比较

上市公司	标的公司	营业收入 (亿元)		承诺净利润 (亿元)			毛利率	净资产账面价值 (亿元)		溢价率	标的公司 PE		
		2014	2015	2016	2017	2018		2016	截止收购 预案日		截止收购 预案日	2016E	2017E
红相电力	星波通信	0.72	0.69	0.30	0.43	0.52	58.21%	1.15	571.68%	25.82	18.02	14.90	
盛路通信	南京恒电	0.91	1.42 (推算)	0.60	0.72	-	48.07%	0.61	1131.94%	15.00	12.50	10.41	
方大化工	长沙韶光	0.92	1.17	0.65	0.95	1.38	36.00%	1.30	549.07%	12.61	8.63	5.94	
方大化工	成都创新达	0.48	0.84	0.50	0.60	0.72	43.18%	1.14	494.88%	13.10	10.91	9.09	
太阳鸟	亚光电子	7.57	7.84	1.60	2.21	3.14	25.19%	6.18	455.34%	21.45	15.53	10.93	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 12: 企业财务数据比较



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.2. 估值和投资建议: 6 个月目标价 26.4 元

表 13: 估值比较

分类	上市公司	标的公司	净利润(亿元)			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
微波组件	红相电力	星波通信	0.78	2.19	2.81	136.26	48.53	37.82
	盛路通信	南京恒电	2.69	3.69	4.94	37.28	27.18	20.30
	方大化工	长沙韶光、成都创新达	2.75	3.42	4.13	56.77	45.65	37.80
		平均值				76.77	40.45	31.98
船艇制造	天海防务		2.20	3.04	4.07	39.43	28.54	21.31
	中国重工		9.33	11.43	13.88	152.09	124.15	102.23
	中船防务		1.20	2.25	3.61	291.67	155.56	96.95
	江龙船艇		0.35	0.42	0.48	116.51	97.10	84.96
		平均值	149.93	101.34	76.36			

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

亚光电子 2017、2018、2019 年承诺利润分别为 1.6 亿、2.2 亿、3.1 亿, 我们预测公司传统业务 2017、2018、2019 年净利润分别为 0.37 亿、0.39 亿、0.38 亿。

考虑到亚光电子处于微波组件行业内第一梯队的优势地位, 我们给予亚光电子 2018 年 65 倍 pe, 传统业务给予 2018 年 70 倍 pe。对备考市值 170.3 亿, 交易完成后上市公司总股本将增至 6.45 亿股 (考虑配套融资), 对应股价 26.4 元。

首次覆盖, 给予买入-A 的投资评级, 6 个月目标价 26.4 元。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	386.2	441.6	485.7	582.9	699.4	成长性					
减:营业成本	294.0	319.2	354.6	425.5	510.6	营业收入增长率	-43.2%	14.3%	10.0%	20.0%	20.0%
营业税费	4.4	3.8	2.6	3.2	3.8	营业利润增长率	-102.5%	-748.8%	477.4%	-0.2%	3.1%
销售费用	32.0	27.2	31.6	37.9	45.5	净利润增长率	-63.8%	-39.1%	176.3%	5.0%	-1.7%
管理费用	46.8	54.9	53.4	64.1	76.9	EBITDA 增长率	-44.5%	33.5%	19.6%	9.3%	10.3%
财务费用	14.8	18.8	-11.5	-2.7	6.1	EBIT 增长率	-80.1%	113.0%	53.6%	19.9%	20.1%
资产减值损失	-4.3	8.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	-81.7%	105.7%	62.6%	19.9%	20.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.6%	15.1%	-10.7%	21.5%	-15.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	2.9%	1.4%	4.5%	3.9%	3.9%
营业利润	-1.5	9.5	55.0	54.9	56.6	利润率					
加:营业外净收支	28.4	9.9	-6.0	-6.0	-6.0	毛利率	23.9%	27.7%	27.0%	27.0%	27.0%
利润总额	26.9	19.4	49.0	48.9	50.6	营业利润率	-0.4%	2.2%	11.3%	9.4%	8.1%
减:所得税	5.9	4.7	9.8	9.8	10.1	净利润率	5.7%	3.1%	7.7%	6.7%	5.5%
净利润	22.1	13.5	37.3	39.1	38.4	EBITDA/营业收入	15.1%	17.6%	19.2%	17.5%	16.0%
						EBIT/营业收入	3.4%	6.4%	9.0%	9.0%	9.0%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	396	360	317	237	175
货币资金	168.1	265.4	97.1	116.6	139.9	流动营业资本周转天数	292	293	242	260	252
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	644	658	562	514	501
应收账款	114.1	128.2	128.1	215.2	173.1	应收账款周转天数	124	99	95	106	100
应收票据	0.3	-	0.2	0.1	0.3	存货周转天数	280	273	234	259	256
预付账款	42.1	107.4	53.1	94.6	95.1	总资产周转天数	1,309	1,329	1,201	1,017	893
存货	301.7	367.7	262.7	576.5	418.6	投资资本周转天数	919	912	840	731	618
其他流动资产	69.4	48.6	59.4	59.1	55.7						
可供出售金融资产	-	1.2	0.4	0.5	0.7	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	2.2%	1.5%	3.9%	3.7%	3.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	1.4%	0.8%	2.7%	2.1%	2.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	1.1%	2.1%	2.9%	3.9%	3.9%
固定资产	433.3	450.0	405.7	361.4	317.0	费用率					
在建工程	83.1	150.6	150.6	150.6	150.6	销售费用率	8.3%	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%
无形资产	126.6	191.7	186.5	181.2	176.0	管理费用率	12.1%	12.4%	11.0%	11.0%	11.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	财务费用率	3.8%	4.3%	-2.4%	-0.5%	0.9%
资产总额	1,457.6	1,803.0	1,439.0	1,853.3	1,616.1	三费/营业收入	24.2%	22.8%	15.1%	17.0%	18.4%
短期债务	313.3	471.1	192.5	189.7	181.7	偿债能力					
应付账款	89.2	120.0	125.3	185.5	168.0	资产负债率	34.9%	46.6%	30.2%	43.7%	32.9%
应付票据	16.7	16.6	3.1	28.1	11.6	负债权益比	53.6%	87.4%	43.2%	77.5%	49.0%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	1.41	1.22	1.44	1.85	1.74
长期借款	-	58.5	-	214.9	-	速动比率	0.80	0.73	0.81	0.85	0.91
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	0.90	1.51	-3.79	-19.20	10.28
负债总额	508.7	840.9	434.0	809.1	531.3	分红指标					
少数股东权益	29.3	30.5	32.5	32.5	34.5	DPS(元)	-	0.02	-	-	-
股本	287.9	285.2	285.2	285.2	285.2	分红比率	0.0%	42.3%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	644.4	650.9	687.4	726.6	765.2	股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	948.8	962.2	1,005.0	1,044.2	1,084.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	21.1	14.7	37.3	39.1	38.4	EPS(元)	0.07	0.04	0.13	0.14	0.13
加:折旧和摊销	47.2	52.4	49.6	49.6	49.6	BVPS(元)	3.05	3.09	3.41	3.55	3.68
资产减值准备	-4.3	8.1	-	-	-	PE(X)	273.8	449.3	153.7	146.4	149.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.6	6.5	5.9	5.7	5.5
财务费用	15.2	18.0	-11.5	-2.7	6.1	P/FCF	82.7	83.8	-33.3	264.0	441.0
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	15.7	13.7	11.8	9.8	8.2
少数股东损益	-1.0	1.2	2.0	-	2.0	EV/EBITDA	56.1	61.5	62.5	59.1	51.5
营运资金的变动	-119.2	83.9	75.5	-281.3	156.2	CAGR(%)	22.9%	40.2%	-13.7%	22.9%	40.2%
经营活动产生现金流量	6.4	122.8	152.8	-195.3	252.3	PEG	12.0	11.2	-11.2	6.4	3.7
投资活动产生现金流量	-154.3	-176.4	1.0	-0.2	-0.2	ROIC/WACC	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6
融资活动产生现金流量	162.7	165.1	-322.0	214.9	-228.8	REP	17.9	12.3	11.9	7.5	8.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034