

全信股份(300447)

公司研究/深度报告

军用线缆需求强劲，海水淡化空间广阔

深度研究报告/军工行业

2017年6月26日

报告摘要:

● 深耕军用线缆领域，业务稳步增长

公司主要从事国防军工用特种线缆及线缆组件的研发、生产和销售，产品主要应用于航空、航天、舰船、电子和兵器五大军工领域。近年来，公司营业收入和净利润均保持稳定增长，2012-2016 年年均复合增长率分别为 30.90% 和 29.29%。

● 军用线缆需求强劲，准入门槛高

随着我国对国防事业的投入加大，武器装备更新换代的进度加快，装备国产化率是大势所趋。军工线缆作为军工产品的“神经”，未来3年将保持7%左右的增速，年均规模将超10亿元。同时，由于军用线缆需要满足特殊的使用环境、敷设方式、运行条件及专项功能等要求，因此在电缆的结构、绝缘和护套的材料等方面有特殊的要求，技术含量要求高，各领域基本上都有较高的准入资质要求，能够满足要求的企业数量较少，竞争相对缓和。

● 线缆及组件产品发展速度快，毛利高

受益于下游需求旺盛以及国产化率提升，公司线缆和组件业务快速发展。2012-2016 年，线缆和组件类产品年均复合增长率分别为 11% 和 59%，组件类产品营收占比持续提升。同时，公司一直保持高的研发投入，研发投入占营业收入的 8% 以上。产品综合毛利率保持在 50% 以上，2016 年线缆和组件类产品毛利率分别为 59.21% 和 52.65%。

● 收购常康环保，布局军用海水淡化领域

常康环保是国内舰船海水淡化设备制造商，主要产品为反渗透海水淡化装置，市占率较高。公司收购常康环保事项已获证监会审核通过，常康环保承诺未来三年扣非净利润分别不低于 4800、5900、6700 万元，三年累计不低于 1.74 万元，收购完成将有效增厚公司业绩。

盈利预测与投资建议

公司在高性能军用线缆领域深耕多年，我们看好公司长期发展。预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.51、0.73 和 0.98 元；对应 PE 为 43X、30X 和 22X，给予“强烈推荐”评级。

风险提示:

1、新产品推广不达预期；2、常康环保业绩承诺不达预期；3、新产品毛利下降较快；4、传统线缆业务增速不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	418	653	943	1,323
增长率(%)	66.6%	56.0%	44.4%	40.4%
归属母公司股东净利润(百万元)	91	142	203	273
增长率(%)	26.7%	56.4%	42.5%	34.5%
每股收益(元)	0.33	0.51	0.73	0.98
PE(现价)	66.5	42.8	30.0	22.3
PB	9.2	8.1	6.4	4.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

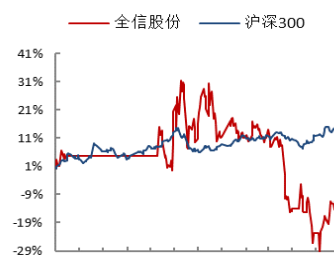
强烈推荐 维持评级

合理估值： 28.5—30.7 元

交易数据 2017-6-23

收盘价(元)	21.94
近12个月最高/最低	33.63/19.91
总股本(百万股)	277.48
流通股本(百万股)	93.33
流通股比例(%)	34%
总市值(亿元)	60.88
流通市值(亿元)	20.48

该股与沪深300走势比较



分析师：陈龙

执业证号： S0100517060002

电话： (010)85127513

邮箱： chenlong_yjy@mszq.com

研究助理：王一川

执业证号： S0100115110024

电话： (010)85127528

邮箱： wangyichuan@mszq.com

相关研究

全信股份(300447)调研报告：组件产品快速增长，海水淡化空间广阔

目录

一、深耕军用线缆领域，业绩稳步提升	3
（一）稳步发展，深耕军用线缆	3
（二）行业领先，业绩稳步增长	4
二、国防投入逐年增长，军用线缆需求强劲	6
（一）军用线缆需求强劲，准入门槛高	6
（二）深耕军用线缆，组件等新产品快速增长	10
三、收购常康环保，布局海水淡化	12
（一）政策支持力度大，市场空间广阔	12
（二）远洋航海引发造舰高峰，海水淡化装置装备在即	14
（三）海岛建设助推海水淡化装置需求放量	16
（四）积极践行军民融合战略，常康环保前景广阔	17
四、盈利预测和投资建议	18
（一）盈利预测	19
（二）估值分析	19
插图目录	21
表格目录	22

一、深耕军用线缆领域，业绩稳步提升

（一）稳步发展，深耕军用线缆

全信股份是国内军用线缆领先企业。公司自成立以来一直以军工业务为核心，主要从事国防军工用光电线缆及组件、光电元器件、光纤总线交换系统、光电集成设备、热控等产品的研发、生产和销售业务。产品立足自研，替代进口，实现国产化，主要应用于航空、航天、舰船、电子和兵器五大军工领域，为载人航天工程、二代导航等国家重大项目提供配套。据官网介绍，公司是目前唯一一家提供全面配套的上市企业。除军工业务外，公司还积极研发民用高端线缆，对公司的业务构成形成有益补充。

图 1：全信主营产品主要应用于五大军工领域



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司前身南京全信传输科技有限公司成立于 2001 年，两年后其研制的 QLA 系列产品成为国内首家替代 Raychem 公司 55A 电缆并进入某型号配套。2007 年，公司改制为股份有限公司，并于 2012 年、2014 年荣获“江苏省民营科技企业”、“南京市著名商标”称号。2015 年，南京全信科技股份有限公司成功上市。

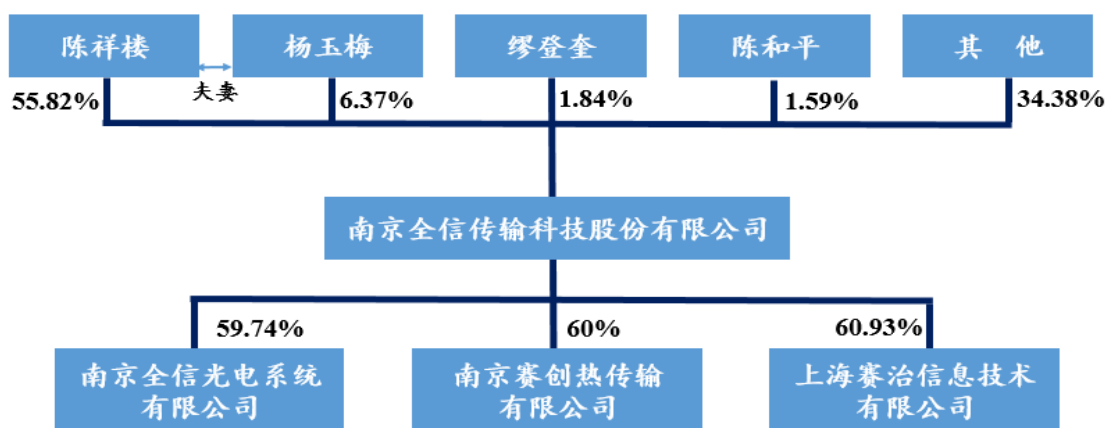
图 2：全信发展历程



资料来源：公司网站，民生证券研究院

民企机制，高效灵活。公司控股股东、实际控制人为陈祥楼，股东杨玉梅与陈祥楼系夫妻关系，两人合计持有公司 62.19%股份。作为民企，公司创始人为实际控制人，可以利用其实际控制地位，通过行使表决权在经营决策、人事、财务等其他管理等方面进行控制。公司的决策反应速度快，工作效率高，能更好的把握市场中的机会。体制内军企奖励机制不能适应市场需求，人员流失严重。相比之下，作为民营企业，公司体制更加高效灵活，符合市场需求。

图 3：公司股权结构及子公司



资料来源：公司公告，民生证券研究院

员工持股充分调动公司骨干积极性。2016 年，公司共进行两次员工持股，其中第二次主要面向中层管理人员、核心技术（业务）人员、基层骨干人员。公司实施股权激励计划有助于充分调动公司高层管理人员及核心骨干的积极性和创造性，增强公司竞争力。有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，促进公司持续、稳健、快速发展。

表 1：公司已实施两次股权激励

类型	授予时间	实施对象	数量 /万份	价格 /元	绩效考核指标
股票期权激励	2016/3/14	卞小明、柏基平、袁潜	100	44.63	以 2015 年净利润为基数，2016-2018 年净利润增长率分别不低于 20%、30%和 40%，各年加权平均净资产收益率不低于 10%、30%和 40%，各年加权平均净资产收益率不低于 10%。
限制性股票激励	2016/9/23	59 人（中层管理人员、核心技术（业务）人员、基层骨干人员共 53 人）	122.43	23.08	

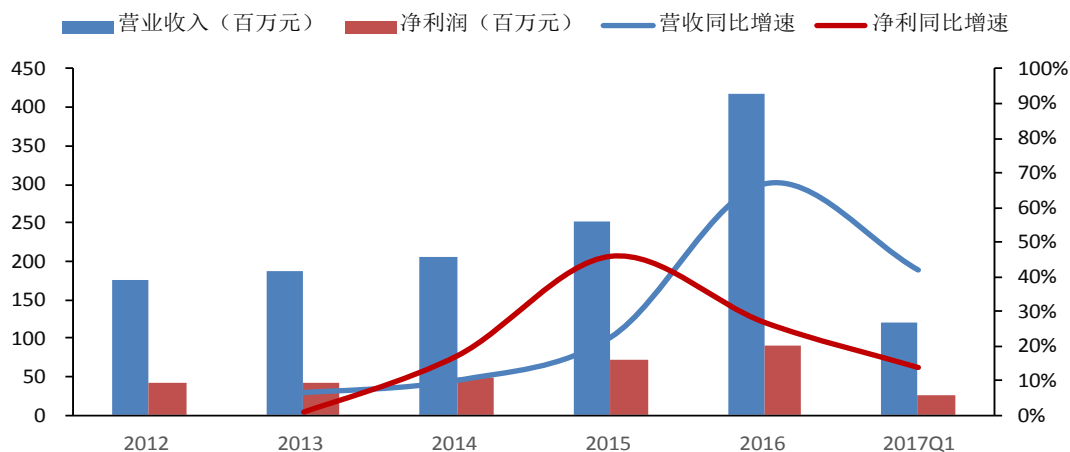
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）行业领先，业绩稳步增长

业绩稳步增长，净利润年均复合增长率 29.29%。公司深耕军用线缆十余年，凭借全面

的生产能力、可靠的质量和一流的服务水平，获得了较高的品牌认知度和稳固的市场基础。2012 年—2016 年，公司营业收入和净利润均保持稳定增长，其中营业收入年均复合增长率达 30.90%，归母净利润年均复合增长率达 29.29%。

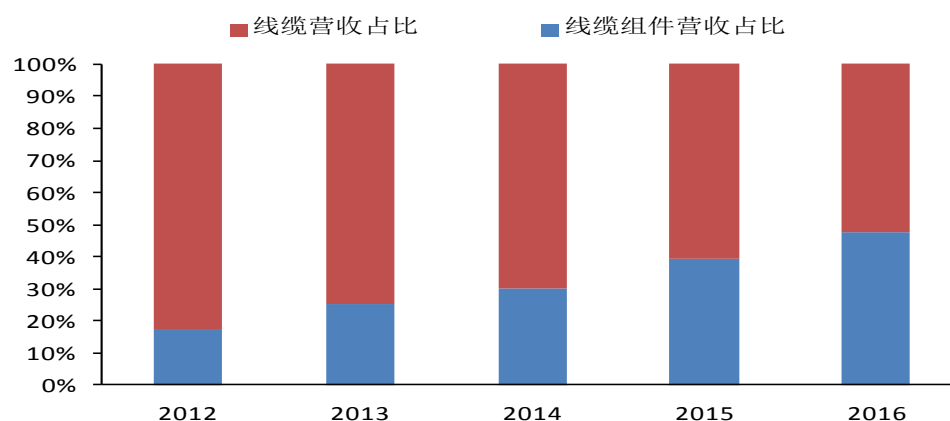
图 4：2012 年-2016 年公司营收、净利复合增长率约 30%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

线缆组件产品快速发展，营收占比逐年增加。由于前期研发费用的大量投入以及下游需求旺盛，公司线缆组件产品快速发展，营收贡献逐年提升，从 2012 年到 2016 年，线缆组件营收占比从 17% 快速增长至 47%，预计 2017 年占比将持续提升，占比超过 50%。

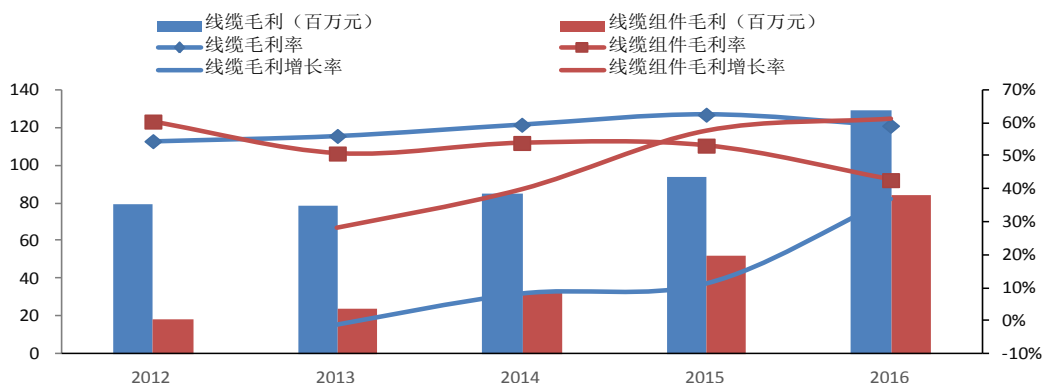
图 5：线缆组件营收占比逐年提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

研发投入大，产品毛利率高。公司持续的研发投入造就生产的特种电缆技术含量高、产品附加值高，并主要面向军工企业，公司产品综合毛利率均保持在 50% 以上，较为稳定。2016 年，线缆产品毛利率 59.21%，组件类产品由于研发成本较高，毛利率为 42.71%。

图 6：线缆及组件产品毛利率均超 40%



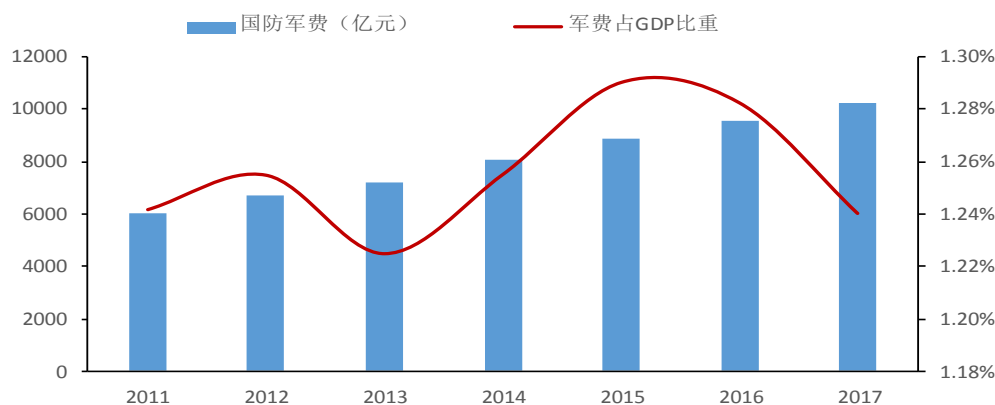
资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、国防投入逐年增长，军用线缆需求强劲

（一）军用线缆需求强劲，准入门槛高

国防军费首破万亿。我国经济总量持续增长，国防投入稳步增加，为军工行业的持续性发展奠定了稳固基础。尽管我国 GDP 的目标增速放缓，但国防费在 GDP 中占比稳定在 1.2% 以上。2017 年，国防军费将突破万亿元。

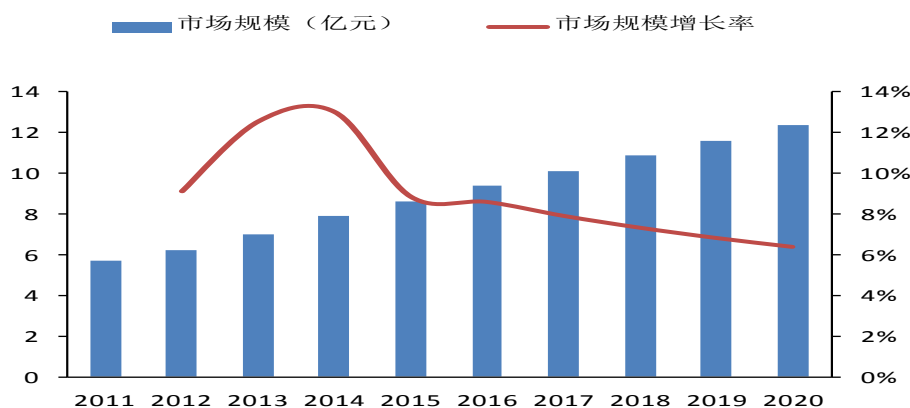
图 7：我国军费支出逐年增加



资料来源：中国军网，民生证券研究院

军用线缆市场前景巨大。随着我国对国防科技工业的投入加大，武器装备科研生产体制日趋完善，各军种装备更新换代的进度加快，提高装备自主率和国产化率是大势所趋。军工线缆作为军工产品的“神经”，未来 3 年将保持 7% 左右的增速，年均规模将超 10 亿元。

图 8: “十三五”期间军用线缆市场年均规模超 10 亿元



资料来源: 中国产业信息, 民生证券研究院

军用线缆是军工产品“神经”，细分领域不可或缺。在航天领域，预计“十三五”期间卫星年均发射 30 颗，火箭年均发射 20 次，高密度的航天器发射必定会带来军用线缆的大量需求。在军事电子领域，国防军工企业装备某型导弹中，仅航空航天用耐高温电缆就需要 200 公里。装备某型电子对抗车，需特种屏蔽线缆多达 300 公里。

表 2: 各军工领域对线缆需求强劲

领域	需求	市场
卫星	每年发射的卫星数目达到 15-20 颗左右，“十三五”期间将实现年均发射 30 次。同时在卫星生产阶段，生产单位会生产 2-3 倍数目的实验卫星进行测试。	卫星用高性能传输线（组件）市场容量约为 3-4.5 亿元。 天津 609 线缆有限公司、中电集团第二十三研究所 30% 以及全信股份 60%。
航天		
火箭	火箭发射密度较高，发射数量将达到 20 发/年以上。	火箭对高性能特种电缆的需求量超过 1 亿元。 天津 609 线缆厂 40%-50%、南京全信传输股份有限公司 20%、美国泰科集团瑞侃公司 20%。
航空	我国先进飞机装备数量仍不足，空军三代飞机需求空间较大，根据我国军队建设情况和周边安全形势，海军航空兵舰载机、高级教练机、直升机等机型在未来几年也有一定的需求量。	市场规模大约在 1.2 亿元，其中，全信和瑞侃是该领域最大的供应商，各占据约 30% 的市场份额
舰船	在航母战斗群的建设和老旧驱逐舰的现代化改造，“尼米兹”级核动力航母拥有电话 2000 多部，雷达和各种电磁波发射器 80 多部，接收器 150 多部，航母全舰有雷达天线 80 条，电缆总铺设量达到 2000 公里。	估计 2012-2017 年我国舰船用高性能线缆的规模将会达到 3.5 亿~5 亿元左右。
军事电子	据介绍，在国防军工企业装备某型导弹中，仅航空航天用耐高温电缆就需要 200 公里。装备某型电子对抗车，	估计 2012-2017 年总规模将能达到 9 亿-11 亿元。

需特种屏蔽线缆多达 300 公里。全面推进信息化部队建设，提升防空、反导和复杂磁干扰下的对抗能力，建设全面通讯指挥系统已经成为我军发展重点，海军、陆军、空军及二炮部队，都需要装备并发展雷达、通讯和电子对抗等信息技术，这对高性能特种电线电缆的量也将快速提高

资料来源：航空航天用电线电缆国产化应用探讨、高性能特种电线电缆行业发展现状及展望，民生证券研究院

军用线缆准入门槛高，竞争相对缓和。军用线缆需要满足特殊的使用环境、敷设方式、运行条件及专项功能等要求，因此在电缆的结构、绝缘和护套的材料等方面有特殊的要求，技术含量要求高，各领域基本上都有较高的准入资质要求，能够满足要求的企业数量较少，竞争相对缓和。

军用线缆三足鼎立，国产替代空间大。军用线缆行业呈现外资企业、国有军工企业、民营企业三足鼎立的局面。瑞侃（Raychem）和耐克森（Nexans）是全球线缆行业领导者。国有军工线缆企业包括天津 609 线缆有限公司、中电集团第二十三研究所，是我国国防工业发展的奠基人和推动者，在技术开发和原材料研究方面得到国家支持，研发费用充足、研发实力较强。民营军用高性能线缆生产企业既具备研发能力，又具备相当的生产规模，在市场竞争中逐步取得了较大的市场份额。由于军工产品具有维护主权和保证国家安全的特殊性，尽可能的提高国产化程度、替代外资产品是军事用高性能传输线（组件）行业发展的主要目标。随着国产化率的不断提高，国内供应商将占据主要市场份额。

表 3：军用线缆行业外资企业、国有军工企业、民营企业三足鼎立

企业类型	企业名称	基本情况
外资企业	瑞侃 (Raychem)	Tyco 旗下的高科技企业，是全球材料科学的领导者，尤其在尖端科学如航天、航空、核技术领域的成就，得到世界公认。
	耐克森 (Nexans)	全球电缆行业的领导者，产品及服务广泛地应用于中国的造船工业、铁路及地铁、核电站、航天航空（高温导线及通讯）、电信设备及通信网络、电力网络建设等领域。
国有军工企业	天津 609 线缆有限公司	天津市国资委下属企业，我国第一个射频电缆的诞生地，产品种类齐全，广泛应用于光通讯，广播，电视，通讯，雷达，计算机，宇航，飞机仪器仪表，工业自动化，家用电器等领域。

上海传输线研究所
 (中电 23 所)

国内最大的专业研究光电信息传输技术的应用研究所,也是一个从事各种光电信息传输线、连接器及组件、光纤、光缆、光器件、光电传输系统和线缆专用设备研究、开发和批量生产的科研生产厂实体。

民营企业

广州凯恒特种电线电缆有限公司

是一家专业从事高分子热缩材料制品、特种电线电缆及电子产品等研究、开发、生产和销售的企业。

江苏通光电子线缆股份有限公司

主要从事输电线路用电力特种光缆和导线、航空航天用耐高温电缆、通信用高频电缆的研发、生产和销售。

江苏远洋东泽电缆股份有限公司

专业从事船/舰用特种电缆的研发、生产和销售,产品包括民用船舶电缆、军用舰船电缆、海洋工程电缆、风力发电电缆四大类产品。

上海端翔机电有限公司

集研发、生产、销售一体化,专业生产舰船用控制、通信电缆的高新技术企业。

常州船用电缆有限责任公司

成立于 2000 年,主要从事船用电缆的研发生产。2010 年被中利科技收购为全资子公司,以民船业务为主,在军用舰船领域占有一定的市场份额。

资料来源:公司公告,民生证券研究院

军民融合,民用高端线缆市场广阔。振兴高端装备制造业成为国家发展战略,产业政策支持力度逐步加强,“军民结合,寓军于民”使得军民界限逐渐模糊。一架波音飞机线缆用量不少于 80 公里,其中机舱布线用特种电线电缆不少于 30 公里。军品线缆在民用航空、舰船和高铁等领域的广泛应用为高端线缆提供更为广阔的市场空间。

表 4: 民用高性能线缆市场需求强烈

领域	需求	市场
航空	以一架波音飞机为例,线缆用量不少于 80 公里,其中机舱布线用特种电线电缆不少于 30 公里。2007 年 3 月,中国政府批准了设计和建造大型商用客机的计划(即“大飞机计划”)。未来中国需要 2000-3000 架大型民用客机。	据相关行业人员预测,以民用市场和军用市场划分我国航空线缆市场,20 年内民用航空线缆需求的总产值将超过 110 亿元,保守估计年增长率约 15%

轨道交通

“十二五”期间，铁路机车车辆用电缆年平均约 16~20 万公里。预计在铁路通信各类信号电缆每年市场 7~10 万公里。轨道交通动车和拖车用轨道交通电缆需求约 2.5~3 万公里，城市轨道交通信号电缆的年需求量约 1.5~2 万公里。

船舶

2016 年，我国造船三大指标市场份额总体保持世界领先，造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 35.6%、65.2%、43.9%，其中完工量居第二位，新接订单和手持订单均位居第一。在欧洲，每艘游轮必须敷设 1000 公里以上的绝缘电缆，遍布全船。电缆系统在商业船中大约占造船费用的 2-3%，而在军用船中占 4-5%。

资料来源：2014 年船用电缆市场前景喜人，民生证券研究院

(二) 深耕军用线缆，组件等新产品快速增长

公司以军工业务为核心。公司主要从事国防军工用高性能传输线缆及线缆组件的研发、生产和销售，产品覆盖五大军工领域。凭借多年的线缆研发和市场推广的经验，与五大军工领域的客户已形成良性的互动，确立了公司在军工线缆领域的领先地位。

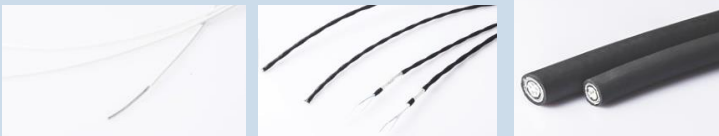
表 5：公司产品在军工领域运用广泛

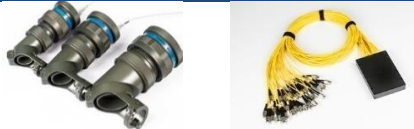
五大军工领域	航天	航空	舰船	电子及兵器
运用范围	火箭、卫星、导弹及载人航天器	歼击机、运输机、预警机、直升机等军用飞机	水面、水下军用舰船及各类辅船、河海船舶等	通信、雷达、电子对抗、导航等电子设备

资料来源：公司公告，民生证券研究院

积极研发民用高端线缆。公司通过了国际航空业认可的航空航天质量管理体系认证，取得了中国船级社工厂认可证书，为拓展民用航空和船舶市场打下了坚实基础，相继开发了环保线缆、轨道交通用线缆等特种线缆，并进行了初步的市场推广。

表 6：公司产品种类丰富

产品	应用
光电线缆及组件	 宇航用 C55 系列电线电缆航空线缆舰船电缆 轨道交通车辆用电缆、微波射频电缆、耐高温光缆、光电复合缆

组件			
低频线束组件、微波电缆组件、光缆组件			
无源光器件			
光器件及模块	光连接器、光功分器		
光模块			
数字收发光模块、射频收发光模块			
光电控制产品	光纤总线		
	FS400 光纤总线交换机、光纤总线节点卡、FM130 光纤总线监控卡 FA350 光纤总线分析仪、FT400 光纤总线测试仪		
光端机			
数字光端机、射频光端机			
机电控制			
机载交联控制器、机载电源控制器、机载风挡加温控制器			
综合测试系统			
射频综合测试系统			

资料来源：公司网站，民生证券研究院

持续的研发投入保障公司核心竞争力。作为高科技企业，公司聚焦于军用线缆及组件相关产品，研发投入一直占营业收入的 8% 以上，在传统军用线缆产品基础上，打造了一系列新产品，并逐步成为公司的增长点。

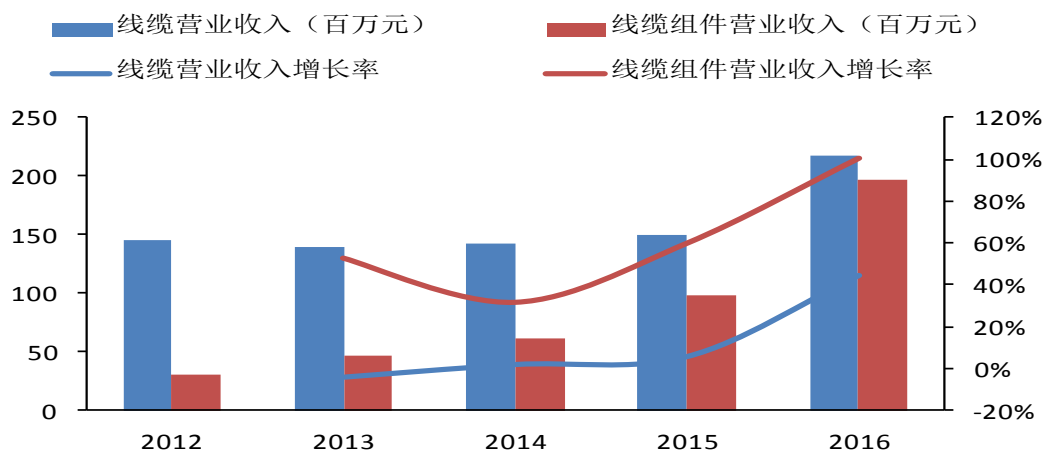
表 7: 公司研发费用常年近 10%

	2014 年	2015 年	2016 年
人员数量 (人)	56	64	122
数量占比	21.37%	19.69%	22.98%
研发投入金额 (万元)	2043	2214	4053
研发投入占营收比例	9.96%	8.81%	9.68%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

组件等新品占比增大, 前景可期。公司新开发的光电产品已在各类机载、舰载及电子装备等平台充分应用, 实现了光电传输组件和系统的批量装备, 得到军工市场的充分认可和广泛应用, 组件等光电产品已成为公司业务重要的增长点, 未来的国产化替代政策将大大促进新产业发展。2012-2016 年, 线缆和组件类产品年均复合增长率分别为 11% 和 59%, 2016 年线缆和组件类产品营收达 1.96 亿元和 2.18 亿元, 预计 2017 年组件类产品营收占比将超过一半。

图 9: 2012-2016 年, 公司组件类产品增速加大, 占比提高



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

三、收购常康环保, 布局海水淡化

(一) 政策支持力度大, 市场空间广阔

国家重视海水淡化。海水淡化作为淡水资源的替代与增量技术, 成为未来解决全球水危机的可行性方案和重要途径。中共中央、国务院、发改委、科技部和海洋局等越来越重视和支持海水淡化, 相继出台一系列政策法规。明确指出, “十三五”末, 全国海水淡化总规模达到 220 万吨/日以上。

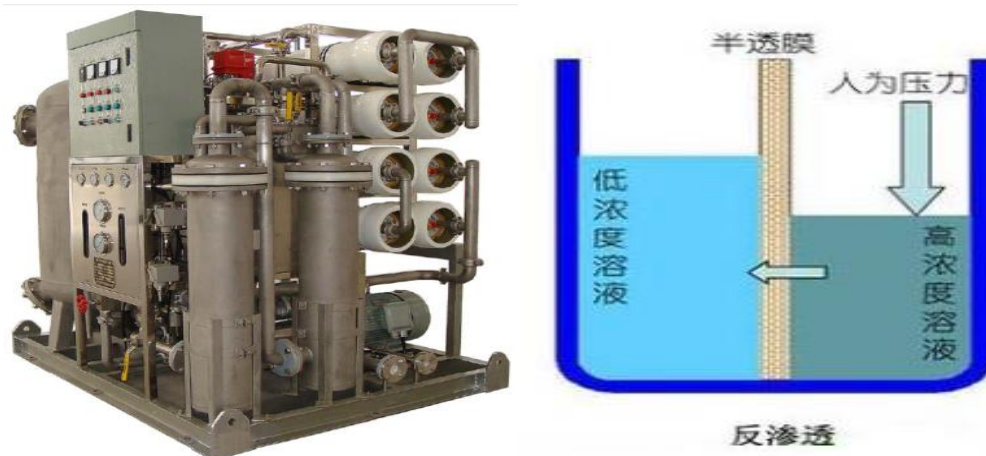
表 8：国家海水淡化相关政策

发布单位	发布时间	政策法规	主要内容
海洋局	2010 年	《海水利用专项规划》	到 2020 年,我国海水淡化能力达到 250-300 万立方米/日,海水直接利用能力达到 1,000 亿立方米/年,大幅度扩大和提高海水资源的综合利用规模和水平,海水利用对解决沿海地区缺水问题的贡献率达到 26%-37%。
国务院	2012 年	《关于加快发展海水淡化产业的意见》	到 2015 年,我国海水淡化能力达到 220 万-260 万立方米/日,对海岛新增供水量的贡献率达到 50%以上。
科技部	2014 年	《2014 年战略性新兴产业标准综合体指导目录》	通过本专项 5 年的实施,初步形成我国海水淡化技术创新体系,使我国海水淡化科技整体上接近世界先进水平;加快培育和壮大海水淡化相关产业,以科技为切入点有效提升我国海水淡化产业核心竞争力;积极建设海水淡化示范工程,显著提升我国沿海地区水资源安全保障能力。
发改委 科技部等	2014 年	《2014 年战略性新兴产业标准综合体指导目录》	“海水淡化标准综合体”被列入本目录新材料类,研制周期为 2014 年-2016 年。
海洋局	2015 年	《2015 年全国海洋经济工作要点》	发挥沿海地区的积极性和主动性,以重大项目、重大工程和重大政策为助手,以海水淡化、海洋生物医药等领域为重点。
中共中央	2015 年	《国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建设》	“十三五”期间,我国海水淡化产业将向规模化,集成化方向发展,逐步成为重要的战略新兴产业,国家将从 4 个方面推动海水淡化产业发展:一、实施海岛海水淡化利用工程;二、促成海水淡化发展产业基金;三、加大对海水淡化装置运营的扶持力度,降低成本;四、完善海水淡化标准体系,培育龙头企业,形成产业规模。
海洋局	2016 年	《全国海水利用“十三五”规划》	“十三五”末,全国海水淡化总规模达到 220 万吨/日以上。沿海城市新增海水淡化规模 105 万吨/日以上,海岛地区新增海水淡化规模 14 万吨/日以上。海水直接利用规模达到 1400 亿吨/年以上,海水循环冷却规模达到 200 万吨/小时以上。新增苦咸水淡化规模达到 100 万吨/日以上。海水淡化装备自主创新率达到 80%及以上,自主技术国内市场占有率达到 70%以上,国际市场占有率提升 10%。

资料来源：国家海洋局，民生证券研究院

反渗透法淡化海水具有明显竞争优势。目前海水淡化装置按工作原理主要分为四类，分别为蒸馏法、电渗析法、冷冻法和反渗透法。反渗透处理海水是一种以压力差为推动力的膜分离操作。当对膜一侧的料液施加压力超过它的渗透压时，溶剂会逆着自然渗透的方向作反向渗透，从而在膜的低压侧得到透过的溶剂，高压侧得到浓缩的溶液。反渗透法的最大优点是节能，它的耗电仅为电渗析法的 1/2，蒸馏法的 1/40。同时，由于其设备简单、易于维护和设备模块化的优点，反渗透法逐步成为应用最广泛的方法。

图 10：反渗透海水淡化装置与原理图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）远洋航海引发造舰高峰，海水淡化装置装备在即

军事战略指明远洋航海重要性。2015 年 5 月 26 日，国务院新闻办公室发表的《中国的军事战略》白皮书指出，海军按照近海防御、远海护卫的战略要求，逐步实现近海防御型向近海防御与远海护卫型转变，构建合成、多能、高效的海上作战力量体系，提高战略威慑与反击、海上机动作战、海上联合作战、综合防御作战和综合保障能力。随着对远洋航行的日益重视，中国海军不断向大型化、现代化发展。

表 10 国家军事战略向近海防御与远海护卫型结合转变

时间	发布单位	相关文件	主要内容
2010 年	国务院新闻办公室	国防白皮书	海军按照近海防御的战略要求，注重提高综合作战力量现代化水平，增强战略威慑与反击能力，发展远海合作与应对非传统安全威胁能力。
2013 年	国务院新闻办公室	国防白皮书	按照近海防御的战略要求，海军注重提高近海综合作战力量现代化水平，提高远海机动作战、远海合作与应对非传统安全威胁能力，增强战略威慑与反击能力。提出拓展远海训练，探索远海作战任务编组训练模式，组织由新型驱护舰、远洋综合补给舰和舰载直升机混合编成的远海作战编队编组训练，深化复杂战场环境下使命课题研练，突出远程预警及综合控制、远海拦截、远程奔袭、大洋反潜、远洋护航等重点内容训练。
2014 年	国防部	新闻发言	坚持走和平发展道路，坚定奉行防御性国防政策。中国海军的近海防御战略没有改变。
2015 年	国务院新闻办公室	《中国的军事战略》	海军按照近海防御、远海护卫的战略要求，逐步实现近海防御型向近海防御与远海护卫型结合转变，构建合成、多能、高效的海上作战力量体系，提高战略威慑与反击、海上机动作战、海上联合作战、综合防御作战和综合保障能力。

资料来源：国务院、国防部，民生证券研究院

中国将迎来造舰高峰。舰艇建造是海军“走向深蓝”战略的前提。目前，中国海军在建舰艇的总吨位约合计 30 万吨左右，而目前法国海军总吨位为 33 万吨，日本海上自卫队合计总吨位不超过 36 万吨。2016 年全年，中国海军共入列导弹驱逐舰 1 艘、导弹护卫舰 9 艘、坦克登陆舰 5 艘、综合补给舰 3 艘，其中 2 万吨级舰艇达到 4 艘，入列舰艇总吨位近 15 万吨。按照俄罗斯军工综合体网站的评估，中国海军南海、东海、北海三大舰队现在共拥有 700 多艘水面舰艇和潜艇，整体实力已非常强大，2017 年中国将下水约 20 万吨舰艇，美国仅为 9 万吨。

图 11：辽宁舰航母编队前行



资料来源：军报记者，民生证券研究院

图 12：4 台海水淡化装置为“尼米兹”级航母供水



资料来源：环球军事，民生证券研究院

大中型舰艇需要配备海水淡化装置。日常所需淡水的补充对保证舰船续航力、自持力和战斗力具有重要意义，舰船在航行，尤其是远程航行期间单靠贮水舱无法保证日常的淡水补充。为此，大中型舰艇都装备有海水淡化装置，以达到经常性补充淡水的目的。一艘“尼米兹”级航母日需淡水量相当于一个二十万人的城市，需配备 4 台海水淡化装置。

表 11：舰艇淡水需求惊人

	航母蒸汽弹射器推动一架飞机起飞	36765kW 蒸汽动力驱逐舰	美国 LM2500 注蒸汽燃机	“尼米兹”级航母
淡水量	1m ³	日需 200 m ³	日需 544.3 m ³	日需相当于二十万人的城市

资料来源：反渗透海水淡化技术在舰船上的应用，民生证券研究院

舰艇海水淡化装置更新换代市场空间大。一般来看，型号产品从开始装备部队到最终淘汰的周期为 3 年，且后期可以通过更换滤芯等核心部件永续使用。中国海军现有航母、驱逐舰、护卫舰、补给舰、扫雷舰、潜艇和反潜艇等远洋航海舰艇就达 437 艘，后续更新换代市场空间巨大。

表 12: 中国海军力量

舰种	航母	驱逐舰	护卫舰	补给舰	扫雷舰	潜艇	反潜艇	合计
数量	2	29	90	16	68	118	114	437

资料来源: 海军 360, 民生证券研究院

(三) 海岛建设助推海水淡化装置需求放量

中国岛屿众多, 淡水需求大。中国的面积达 500 平方米以上的岛屿为 6536 个, 总面积 72800 多平方公里, 岛屿岸线长 14217.8 公里。其中有人居住的岛屿为 450 个。东海约占岛屿总数的 60%, 南海约占 30%, 黄、渤海约占 10%。目前, 大部分岛屿存在淡水资源短缺问题, 随着岛屿经济建设的快速发展, 淡水需求量不断加大。

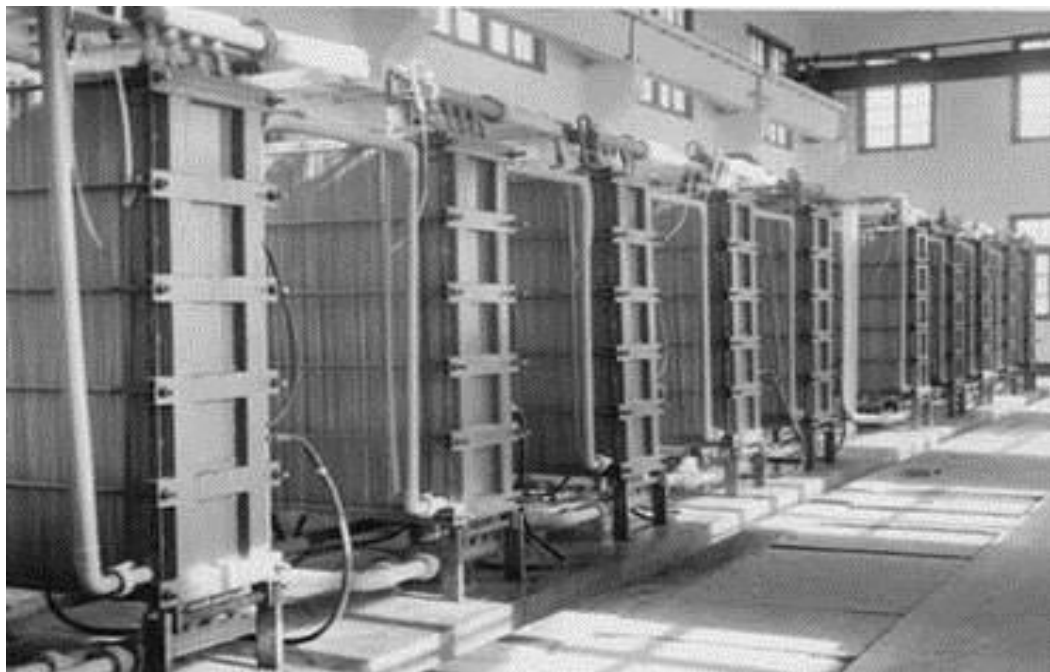
图 11: 南海岛礁数量大, 分布广



资料来源: 环球军事, 民生证券研究院

岛礁建设带来海水淡化装置需求放量。截至 2016 年, 中国实际控制的南海七大岛礁的填海早已完成, 地面设施也初具规模。据观察者网 2016 年 3 月 7 日报道, 中国计划在西沙七连屿填海造陆, 陆域面积将从 1.32 平方公里扩建逾十倍, 达到 15 平方公里, 并计划建设机场和跨海大桥连接永兴岛。目前七连屿中的北岛和中岛之间已有人工陆地连接。2016 年 7 月 13 日, 中国政府征用的南方航空公司、海南航空公司两架民航客机先后从海口美兰国际机场起飞, 在美济礁新建机场和渚碧礁新建机场平稳着陆。近年来, 与填海配套的一系列后续建设工作在不断开展。目前建成岛礁海水淡化厂 9 座, 其中永兴岛 1000 吨海水淡化厂建成试运行, 管网全岛覆盖, 西沙岛礁年生产海淡水 50 万吨。海水淡化设备的需求将持续增长, 且岛礁多采用千吨级的大型水厂, 岛礁海水淡化市场非常可观。

图 12：我国第一座海水淡化工程——西沙海水淡化站



资料来源：搜狐网，民生证券研究院

岛礁海水淡化市场投资规模巨大。按照 2016 年 12 月发改委和海洋局发布的“十三五”规划，“十三五”末海水淡化总规模达到 220 万吨/日，其中，海岛地区新增海水淡化规模 14 万吨/日以上。按平均投资 6000 元/立方米计算，海岛地区海水淡化需投资约 8.4 亿元。

（四）积极践行军民融合战略，常康环保前景广阔

常康环保是国内舰船海水淡化设备主要制造商，具有先发优势。常康环保的核心产品为反渗透海水淡化装置，在海军舰船用反渗透海水淡化设备方面已占据主要的市场份额。大规模的舰艇建设将会带来海水淡化装置需求放量。反渗透海水淡化装置产品的军方采购具有先入为主的采购特点，一旦产品装备后，用户一般不会轻易更换该类产品，并在其后续的产品升级、技术改进和备件采购中对供应商存在一定的技术路径依赖，因此该产品的生产企业一般可在较长期间内保持优势地位。

常康环保积极开拓民用海水淡化市场。公司产品已全面应用于海岛海水淡化领域，2016 年 10 月在三沙市永兴千吨海水淡化厂投入使用。另一方面，公司已将海水淡化装置装备于海关缉私船、渔政船、海警船等民用船只，积极向民用海水淡化系统拓展。

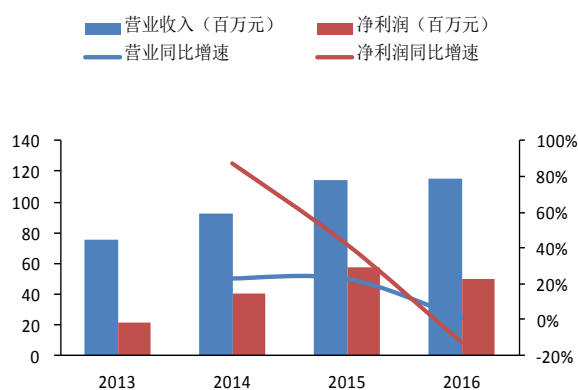
图 13: 三沙永兴千吨海水淡化厂



资料来源: 南海网, 民生证券研究院

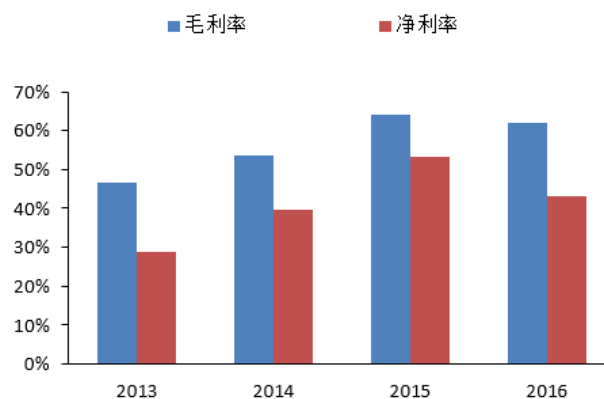
常康环保营收稳步增长。公司 2015 年挂牌新三板, 2013-2016 年营业收入稳步增长, 年均复合增速为 15.37%, 2016 年实现营业收入 1.15 亿元, 净利润 0.50 亿元, 毛利率和净利率高达 62.06%和 43.12%。

图 14: 常康环保营收稳步增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 15: 常康环保产品毛利率高



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司收购事项获证监会审核通过。2016 年 11 月, 公司拟采用发行股份及支付现金相结合的方式收购常康环保 100%股权, 交易对价 7.26 亿元, 发行价格 35.88 元/股, 发行股份 1295 万股, 并募集配套资金 2.7 亿元。常康环保承诺未来三年扣非净利润分别不低于 4800、5900、6700 万元, 三年累计不低于 1.74 亿元。2017 年 5 月 5 日, 公司收购常康环保已获得证监会审核通过。

四、盈利预测和投资建议

(一) 盈利预测

线缆部分。全信股份成立以来一直专注于国防军工用特种线缆技术的研究和开发，产品主要应用于航空、航天、舰船、电子、兵器五大军工领域。公司线缆产品营业收入和净利润均保持稳定增长，2014 年—2016 年，公司线缆业务营业收入年均复合增长率达 23.8%，毛利率接近 60%。未来随着国防经费不断增加，军用线缆国产化率不断提高以及相关产品更新换代，军用线缆需求仍将提高，预计未来三年公司传统业务增长率将保持 20%-30%。

表 13：盈利预测关键假设

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019
线缆						
收入增长率	2%	6%	45%	29%	24%	24%
毛利率	59.50%	62.55%	59.21%	60.50%	60.70%	60.35%
线缆组件						
收入增长率	31.62%	59.92%	100.65%	90.0%	60.0%	50.0%
毛利率	53.98%	53.18%	52.65%	52.5%	51.0%	50.0%

资料来源：wind，民生证券研究院

线缆组件部分：受益于科研经费大投入以及军用组件类产品巨大需求，公司组件类新产品呈现爆发式增长，营收占比不断提高。2014 年—2016 年，公司线缆组件业务营业收入增长率分别为 31.61%、59.93%和 100.65%。新产业毛利率虽然较低，但后续市场空间巨大，毛利绝对值也在逐步提升。未来的国产化替代政策将大大促进新产业发展。预计 2017 年，组件类产品营收占比将超过一半。

表 14：主要业务经营测算

单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
线缆									
收入	145	139	142	150	218	280	347	429	531
成本	66	61	57	56	89	111	136	170	209
毛利	79	78	85	94	129	169	211	259	322
线缆组件									
收入	30	46	61	98	196	373	597	896	1344
成本	12	23	28	46	112	177	293	448	685
毛利	18	24	33	52	84	196	304	447	657

资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 估值分析

我们采用分部估值法对公司进行估值：1) 线缆及线缆组件：预计 2017 年公司实现净利润 1.43 亿元，参照和公司同一时期上市的民参军企业，同时考虑公司自身的成长性和行业竞争力，给予公司 2017 年 PE50 倍，对应市值 72 亿元；2) 海水淡化：预计 2017 年常康环保净利润 0.59 亿元，参照军用舰船配套上市公司海兰信和天海防务，给予公司 2017 年 PE40 倍，对应市值 12 亿元。因此，公司的合理市值为 84 亿元，对应目前股价将有 30%以上涨空

间。

表 15：行业可比公司估值（单位：亿人民币）

排名	证券简称	代码	总市值	流通市值	TTM	市盈率 PE	
						2017E	2018E
1	康拓红外	300455.SZ	48.22	20.11	70.2	61.96	54.19
2	耐威科技	300456.SZ	69.76	27.23	104	50.01	32.50
3	乐凯新材	300446.SZ	42.56	26.09	39.1	33.64	28.20
4	航新科技	300424.SZ	64.94	33.65	107	56.69	38.10
	全信股份	300447.SZ	60.88	20.48	64.7	42.45	32.16
	均值		56.37	26.77	80.08	50.51	38.25

备注：市盈率为 wind 一致预测，最新收盘价为 2017 年 6 月 23 日收盘价。

资料来源：wind，民生证券研究院

表 16：行业可比公司估值（单位：亿人民币）

排名	证券简称	代码	总市值	流通市值	TTM	市盈率 PE	
						2017E	2018E
1	海兰信	300065.SZ	90.05	69.29	102	60.55	41.10
2	天海防务	300008.SZ	80.35	48.54	46.4	35.29	25.86
	全信股份	300447.SZ	60.88	20.48	64.7	42.45	32.16
	均值		85.2	58.92	74.2	47.92	33.48

备注：市盈率为 wind 一致预测，最新收盘价为 2017 年 6 月 23 日收盘价。

资料来源：wind，民生证券研究院

五、风险提示

- 1、新产品推广不达预期；
- 2、常康环保业绩承诺不达预期；
- 3、新产品毛利下降较快；
- 4、传统线缆业务增速不达预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	418	653	943	1,323
营业成本	204	288	428	617
营业税金及附加	3	6	8	11
销售费用	30	53	75	104
管理费用	78	130	186	260
EBIT	103	176	245	331
财务费用	(0)	1	(0)	(1)
资产减值损失	8	5	2	3
投资收益	0	0	0	0
营业利润	95	170	244	329
营业外收支	16	10	10	10
利润总额	111	170	244	329
所得税	17	25	36	49
净利润	94	145	208	280
归属于母公司净利润	91	142	203	273
EBITDA	117	193	264	351

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	226	76	101	167
应收账款及票据	243	326	463	651
预付款项	5	7	11	16
存货	213	299	448	634
其他流动资产	7	0	0	0
流动资产合计	696	708	1021	1465
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	95	102	102	102
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	275	342	344	344
资产合计	970	1050	1365	1809
短期借款	102	0	0	0
应付账款及票据	137	154	238	338
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	312	281	388	552
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	7	0	0	0
非流动负债合计	7	0	0	0
负债合计	319	281	388	552
股本	163	277	277	277
少数股东权益	11	14	19	27
股东权益合计	651	769	977	1257
负债和股东权益合计	970	1050	1365	1809

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	66.6%	56.0%	44.4%	40.4%
EBIT 增长率	48.0%	71.5%	39.1%	34.9%
净利润增长率	26.7%	56.4%	42.5%	34.5%
盈利能力				
毛利率	51.2%	55.9%	54.6%	53.4%
净利率	21.7%	21.8%	21.5%	20.6%
总资产收益率 ROA	9.4%	13.5%	14.8%	15.1%
净资产收益率 ROE	14.2%	18.8%	21.2%	22.2%
偿债能力				
流动比率	2.2	2.5	2.6	2.7
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.5
现金比率	0.7	0.3	0.3	0.3
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	95.9	96.5	95.3	95.8
存货周转天数	346.8	379.4	381.8	375.2
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.5	0.7	1.0
每股净资产	3.9	2.7	3.5	4.4
每股经营现金流	0.1	0.2	0.3	0.3
每股股利	0.1	0.1	0.0	0.0
估值分析				
PE	39.2	42.8	30.0	22.3
PB	5.6	8.1	6.4	4.9
EV/EBITDA	51.1	31.1	22.7	16.9
股息收益率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	94	145	208	280
折旧和摊销	20	22	21	23
营运资金变动	(90)	(124)	(155)	(217)
经营活动现金流	23	52	73	85
资本开支	152	91	21	20
投资	12	0	0	0
投资活动现金流	(135)	(91)	(20)	(20)
股权募资	30	0	0	0
债务募资	102	(7)	0	0
筹资活动现金流	115	(111)	(28)	0
现金净流量	3	(150)	25	66

插图目录

图 1: 全信主营产品主要应用于五大军工领域.....	3
图 2: 全信发展历程	3
图 3: 公司股权结构及子公司	4
图 4: 2012 年-2016 年公司营收、净利复合增长率约 30%	5
图 5: 线缆组件营收占比逐年提升	5
图 6: 线缆及组件产品毛利率均超 40%	6
图 7: 我国军费支出逐年增加	6
图 8: “十三五”期间军用线缆市场年均规模超 10 亿元	7
图 9: 2012-2016 年, 公司组件类产品增速加大, 占比提高	12
图 10: 反渗透海水淡化装置与原理图	14
图 11: 南海岛礁数量大, 分布广	16
图 12: 我国第一座海水淡化工程——西沙海水淡化站	17
图 13: 三沙永兴千吨海水淡化厂	18

表格目录

表 1: 公司已实施两次股权激励	4
表 2: 各军工领域对线缆需求强劲	7
表 3: 军用线缆行业外资企业、国有军工企业、民营企业三足鼎力	8
表 4: 民用高性能线缆市场需求强烈	9
表 5: 公司产品在军工领域运用广泛	10
表 6: 公司产品种类丰富	10
表 7: 公司研发费用常年近 10%	12
表 8: 国家海水淡化相关政策	13
表 10 国家军事战略向近海防御与远海护卫型结合转变	14
表 11: 舰艇淡水需求惊人	15
表 12: 中国海军力量	16
表 13: 盈利预测关键假设	19
表 14: 主要业务经营测算	19
表 15: 行业可比公司估值 (单位: 亿人民币)	20
表 16: 行业可比公司估值 (单位: 亿人民币)	20

分析师与研究助理简介

陈 龙，军工组组长，军事科学院军队组织编制学博士、国防科学技术大学军事通信学硕士，从军14年，历任排长、连长、作训参谋、研究助理，2015年4月加盟民生证券研究院，从事军工行业研究。。

王一川，军工行业研究助理，美国福特汉姆大学金融学硕士，1年股权投资工作经验，2015年加盟民生证券研究院，从事军工行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。