

DONGXING

SECURITIES

航天电器（002025.SZ） V.S. 中航光电（002179.SZ）



2018年1月3日

分析师：陆洲

执业证书编号：S1480517080001

研究助理：张高艳

执业证书编号：S1480116080036

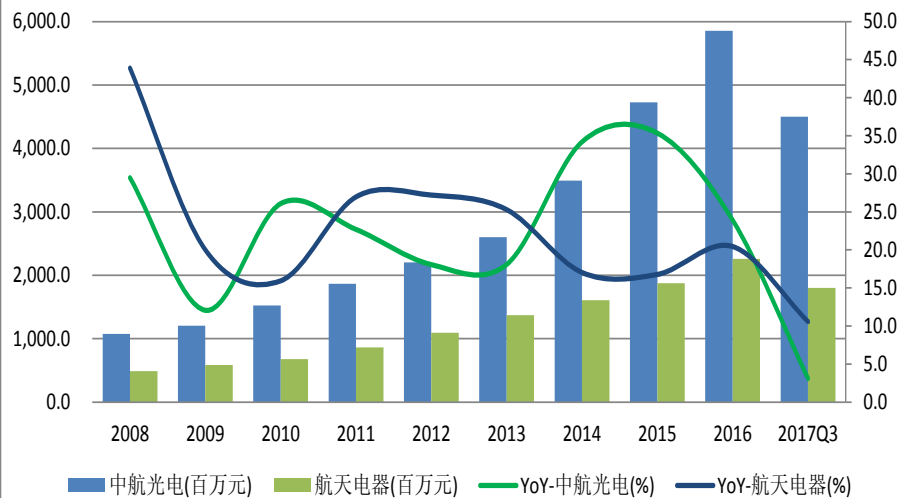


www.dxzq.net.cn

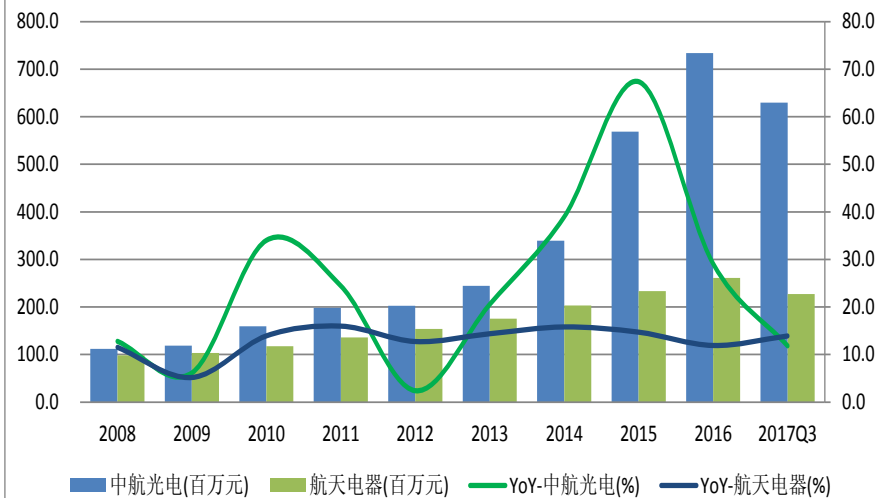
1 历史业绩情况

- **营业收入CAGR(2008-2016) : 21.1% (航天电器) V.S. 23.6% (中航光电)**
- **归母净利润CAGR(2008-2016) : 13.0% (航天电器) V.S. 26.5% (中航光电)**
- **收入体量 : 中航光电2016年58.5亿元 , 大约为航天电器2.6倍 ;**
- **净利润体量 : 中航光电2016年7.3亿元 , 大约为航天电器2.8倍。**

营业收入



归母净利润

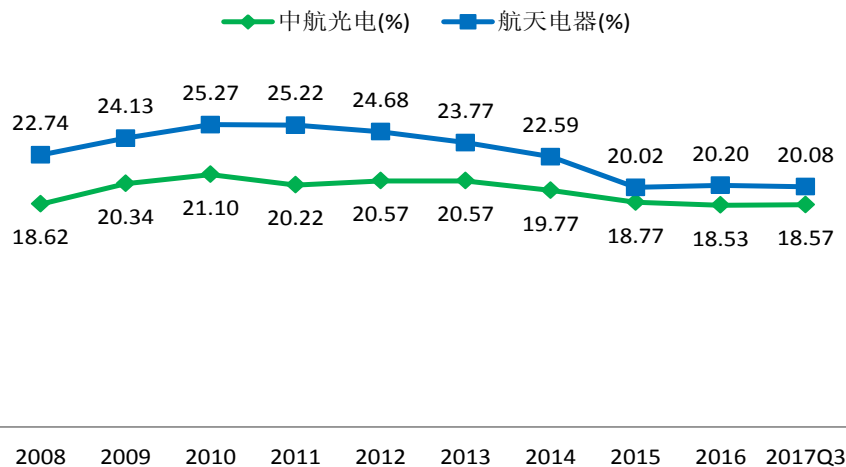


资料来源: wind, 东兴证券研究所

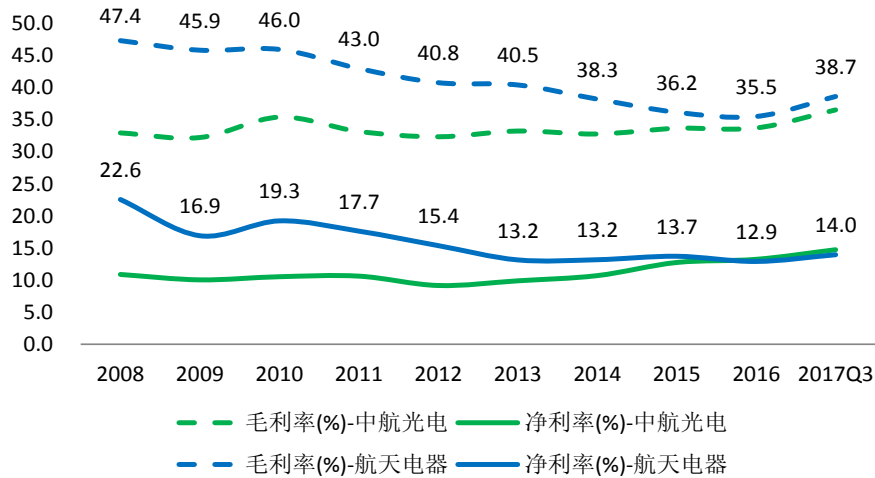
1 历史业绩情况

- **三项费用率**：航天电器显著高于中航光电，近年来航天电器稳中有降，正逐步向中航光电靠近；
- **毛利率**：航天电器由于民品占比持续提升近年下滑较为明显，目前略高于中航光电；
- **净利率**：航天电器前期下滑较为明显，中航光电近年稳中有升，自2016年报起中航光电已超越航天电器。

三项费用率



毛利率及净利率

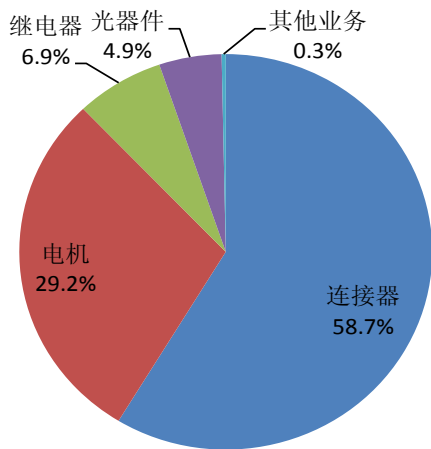


资料来源: wind, 东兴证券研究所

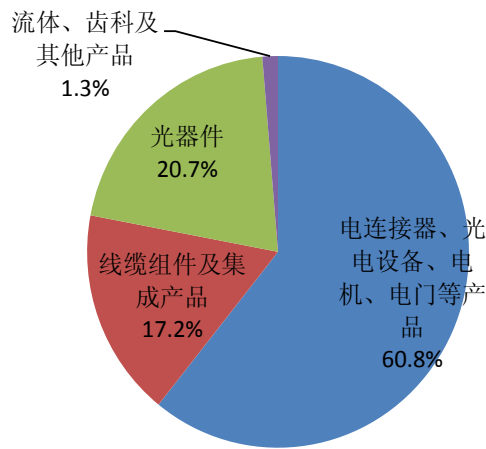
2 业务情况

- **市占率方面**，航空领域中航光电市占率约为60%，航天电器约为20-30%，航天领域除去电机和继电器，连接器方面两家公司市占率接近，电子、舰船方面中航光电连接器均领先于航天电器；
- **产品方面**，航天电器以电连接器为主，且大部分为通用型连接器，即美标和苏标，中航光电方面还有光纤、高频和流体连接器。

航天电器收入构成



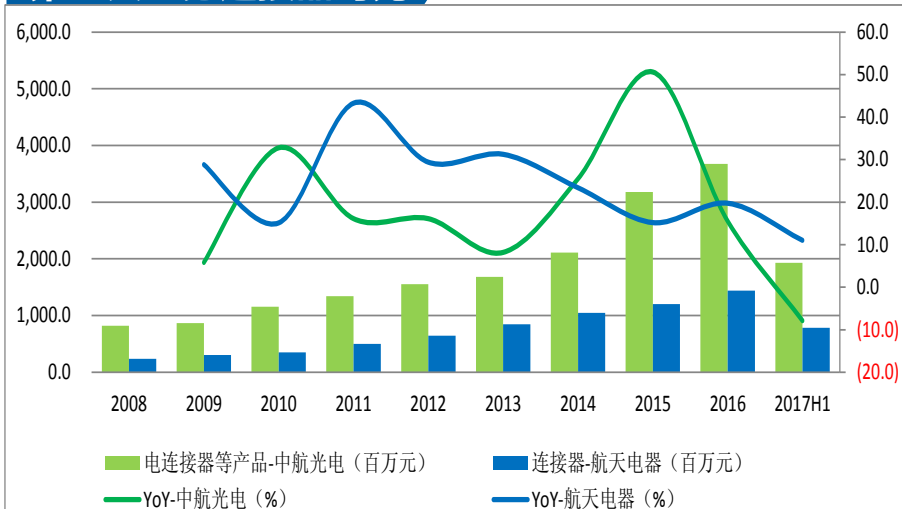
中航光电收入构成



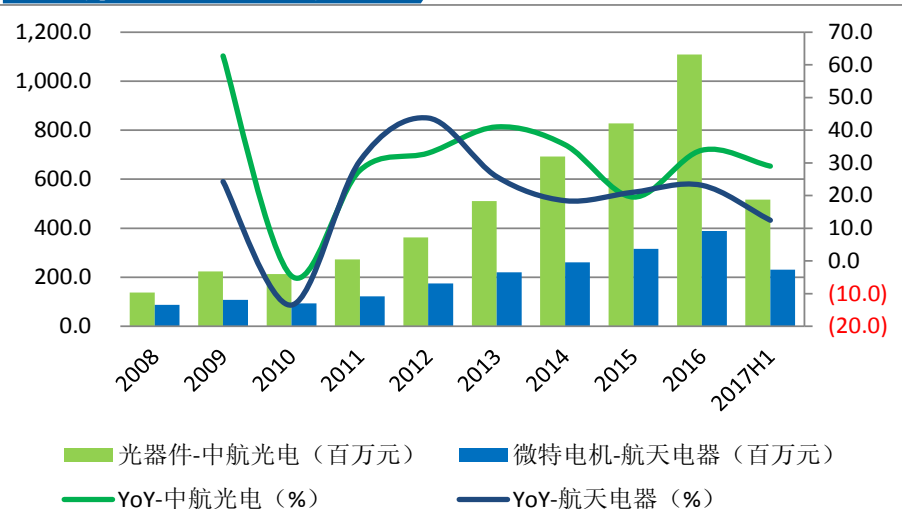
资料来源：wind，东兴证券研究所

- **连接器 CAGR(2008-2016) : 25.5% (航天电器) V.S. 20.6% (中航光电)**
- **光器件/微特电机 CAGR(2008-2016) : 20.6% (航天电器) V.S. 29.8% (中航光电)**

第一大业务连接器对比

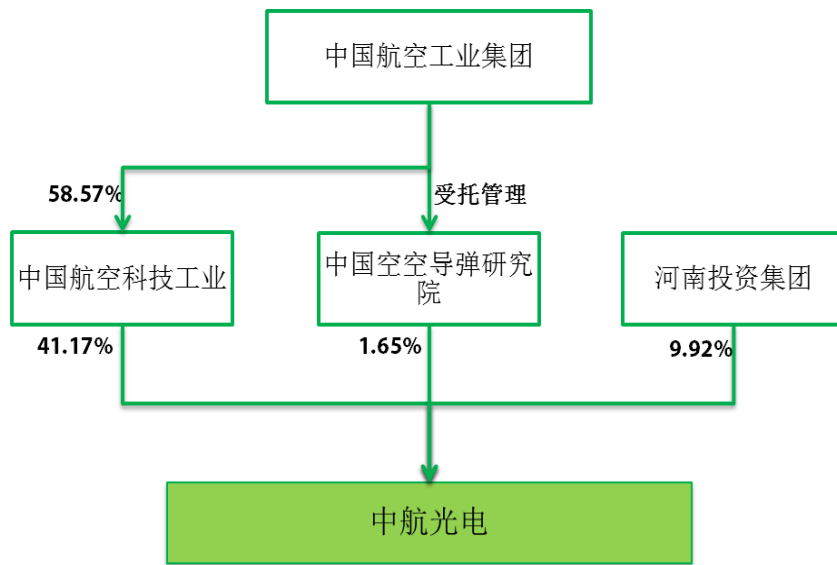
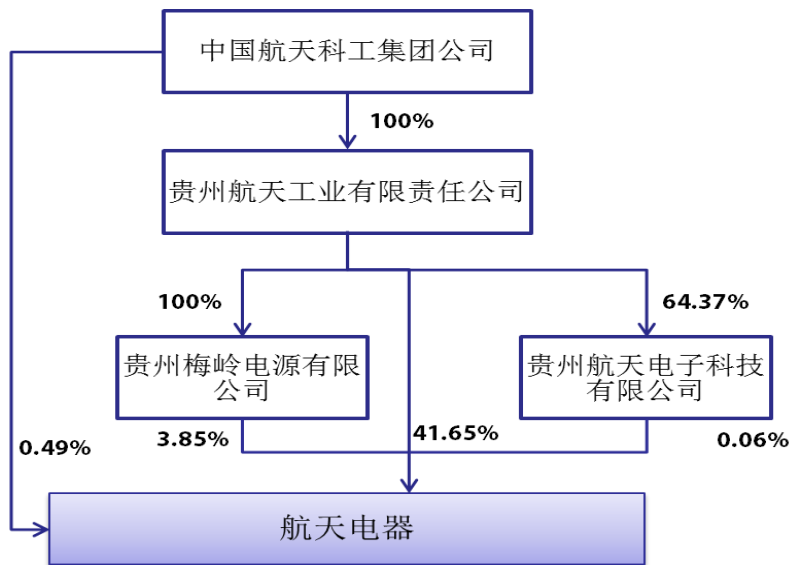


第二大业务对比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

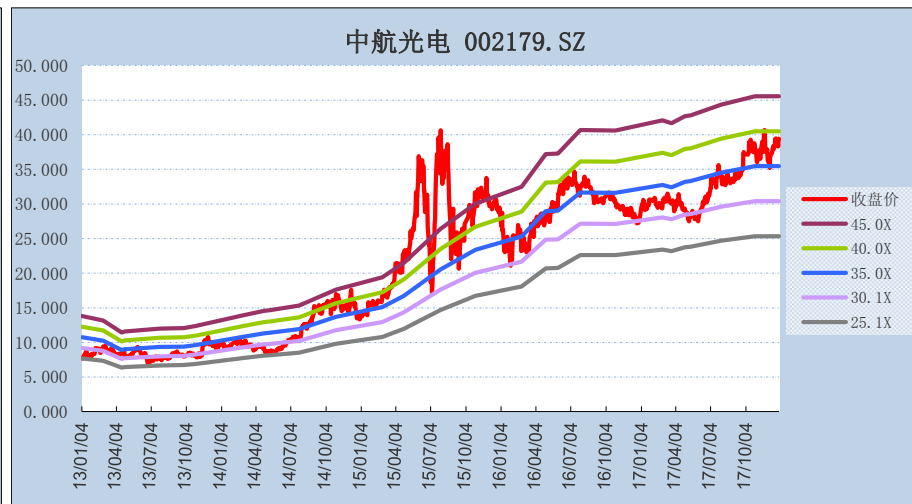
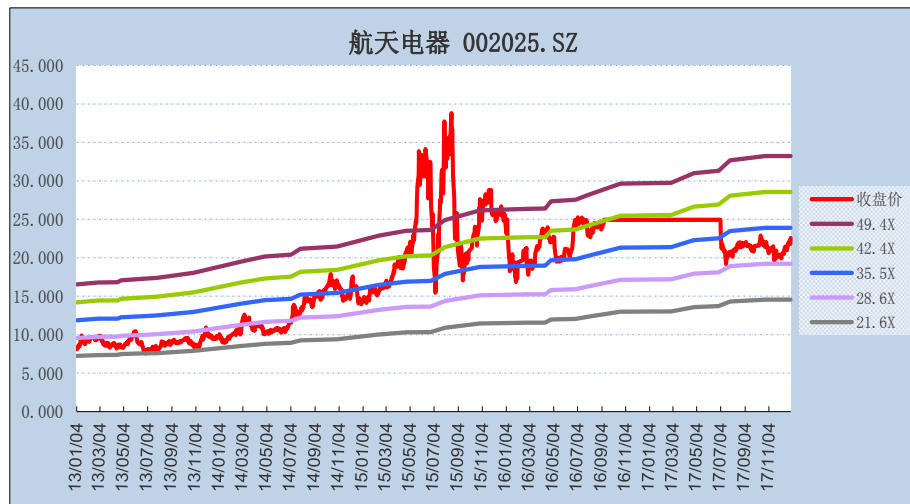
- **实际控制人：航天科工集团（航天电器） V.S. 中航工业集团（中航光电）**
- **航天电器仍有较大资产注入预期：**航天科工十院下属唯一上市公司平台，2016年实现收入超120亿元，净利润近8亿元，公司董事长张兆勇同时担任十院院长、党委副书记，改革阻力相对较小，未来资产注入潜力较大。



资料来源: wind, 东兴证券研究所

4 盈利预测与估值

- **航天电器**：预计公司2017-2019年营业收入分别为26.7亿元/ 31.9亿元/ 38.5亿元，净利润分别为3.5亿元/ 4.0亿元/ 4.6亿元；EPS分别为0.73元/ 0.83元/ 0.94元，对应PE分别为30X/ 26X/ 23X，维持“强烈推荐”评级。
- **中航光电**：预计公司2017-2019年营业收入分别为73.1亿元/ 88.8亿元/ 111.1亿元，净利润分别为9.0亿元/ 11.0亿元/ 14.7亿元；EPS为1.14元、1.39元及1.85元，对应当前股价PE为36X、30X和22X，维持“强烈推荐”评级。



资料来源: wind, 东兴证券研究所

- 业务竞争格局发生极大变化；
- 军品订单不及预期。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5% 以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5% 以上。