

航天电器 (002025)

证券研究报告

2018年07月18日

军品放量周期已至，通信板块望获新增长点

Q1 营收略有下滑，多项未来指标共振，高景气周期下全年业绩望释放

4月26日公司发布一季报，Q1营收4.81亿元，同比-21.29%，归母净利润0.65亿元，同比-7.27%，我们认为一季度营收不及预期主要是军品确认延后所致。根据财政部，18年我国国防预算为11069.51亿元，同比+8.1%；根据采招网的统计数据，17年11月-18年6月共招标142次，同比将近翻倍(+97.2%)，军工高景气周期再次得到验证，公司望受益军品订单放量。

公司是国内高端继电器、连接器、微特电机和光通信器件行业的领先企业，产品现包括继电器、连接器、电机及光通信器件，广泛应用于航天、航空、电子、船舶、通信等高技术领域。我们预计伴随招标持续推进，公司财务指标中代表未来收入与现金流预期的指标(A=收入+存货+预付账款、B=应收账款+应收票据)将实现共振，受公司Q1 SAP上线影响，A指标为8.93亿元，同比微降5.6%；B指标24.12亿元，同比+16.5%，保持了较高增长，预计随着军品订单释放及相应回款的优化，公司财务数据望全面优化。

林泉电机业务持续增长，有望受益航天发展与电机业务市场空间扩大

电机业务板块发展良好，控股子公司贵州林泉2017年营收6.12亿元，主要从事军用微特电机业务，控股子公司苏州林泉专业从事民用电机业务，根据6月13日公告，两子公司已实现重组整合。电机板块业务脉络进一步清晰，核心产品二次电源、伺服控制在航空、航天、地面兵装等多方面应用广泛。据航天科技集团官网消息，我国上半年航天发射次数已达18次，已超过去年全年(17次发射)。据航天科技集团，今年我国计划至少35次发射，相对去年预计将提高100%-117%，航天业景气周期已至，公司电机板块有望受益行业增长并加快订单确认，实现年度收入与利润放量。

光通信器件领先企业，技术储备充分，19-20年通讯板块望获益5G发展

公司于16年正式启动光通信器件板块，主营产品包括激光器、探测器、光收发一体化组件和模块等系列产品，现广泛应用于光通信、数据中心、视频安防监控、智能电网、物联网、医疗传感等众多领域。根据工业和信息化部规划，我国5G试验将分两步走：1)16-18年底为5G技术研发试验期，2)18-20年底为5G产品研发试验期，预计5G将于2019年实现预商用，2020年有望实现全面商用。公司是光通信器件行业领先企业，据年报，17年板块营收1.02亿元，16-17年研发投入占总收入比重均在9%以上，技术储备充分，将在天线、高频等光通信细分板块充分受益5G行业发展。

盈利预测与评级：Q1收入下滑或为军品订单确认延后所致，故18年收入增速从20.8%略下调至16.5%；光通信器件客户中兴受贸易战影响，公司对其供货或将延后，19年收入从23%微调至22.0%；预计2020年电机与光通信器件有望大幅放量，2020年收入增速31.5%。公司持续推进产线自动化，18年净利润增速从11.1%上调至14.9%，19年电机与研发成本望提升，净利润增速从26.0%下调至15.8%。18-20年收入30.43\37.13\48.83亿元，净利润3.58\4.14\5.10亿元，EPS 0.83\0.97\1.19元/股，维持目标价28元/股，维持“买入”评级。

风险提示：订单确认延后风险，电机业务发展放缓，通信业务贸易战风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,256.40	2,612.13	3,043.19	3,713.06	4,882.64
增长率(%)	20.44	15.77	16.50	22.01	31.50
EBITDA(百万元)	374.41	427.87	472.42	554.70	683.83
净利润(百万元)	261.07	311.39	357.75	414.15	510.00
增长率(%)	11.90	19.28	14.89	15.77	23.14
EPS(元/股)	0.61	0.73	0.83	0.97	1.19
市盈率(P/E)	40.46	33.92	29.52	25.50	20.71
市净率(P/B)	4.90	4.45	4.14	3.75	3.36
市销率(P/S)	4.68	4.04	3.47	2.84	2.16
EV/EBITDA	27.55	21.35	22.04	18.00	16.08

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	24.50元
目标价格	28元

基本数据

A股总股本(百万股)	429.00
流通A股股本(百万股)	428.90
A股总市值(百万元)	10,510.50
流通A股市值(百万元)	10,508.02
每股净资产(元)	5.69
资产负债率(%)	34.34
一年内最高/最低(元)	27.98/18.92

作者

潘暕	分析师
SAC执业证书编号：	S1110517070005
panjian@tfzq.com	
邹润芳	分析师
SAC执业证书编号：	S1110517010004
zourunfang@tfzq.com	

股价走势



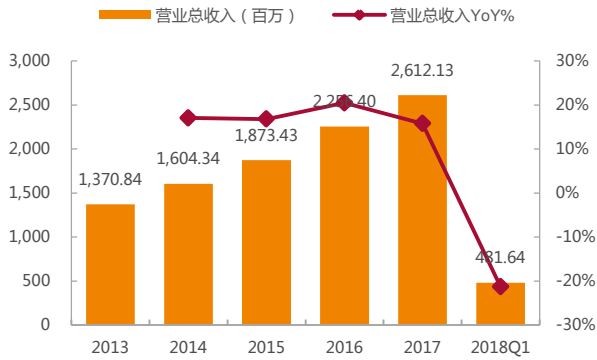
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《航天电器-半年报点评:研发投入夯实壁垒，产品军民持续稳健增长》2017-08-21
- 《航天电器-季报点评:改革重组有望起航，业绩一如既往稳健》2016-10-31
- 《航天电器-半年报点评:核心技术聚集，军民融合大有潜力》2016-08-23

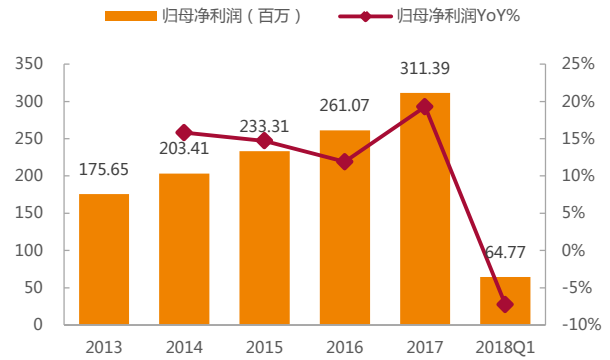


图 1：2013-2018Q1 公司营业总收入及其增速情况



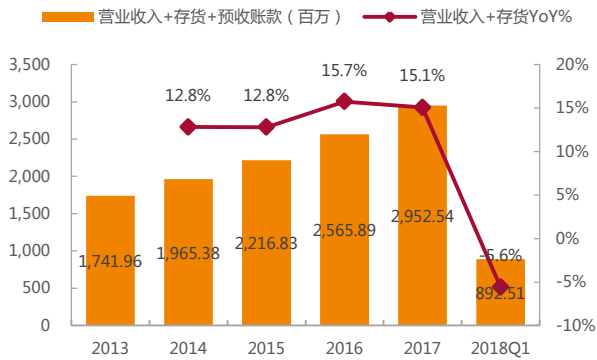
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2013-2018Q1 公司归母净利润及其增速情况



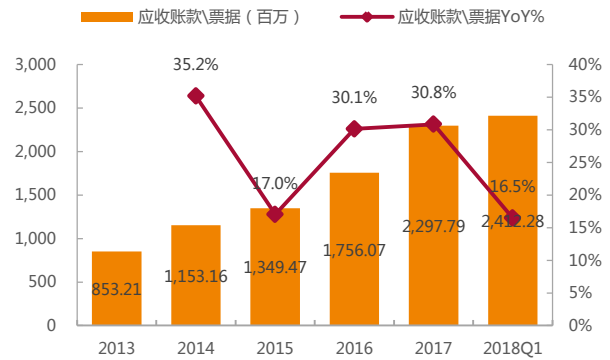
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2013-2018Q1 公司营收+存货+应收账款+及其变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2013-2018Q1 公司应收账款+票据及其增速情况



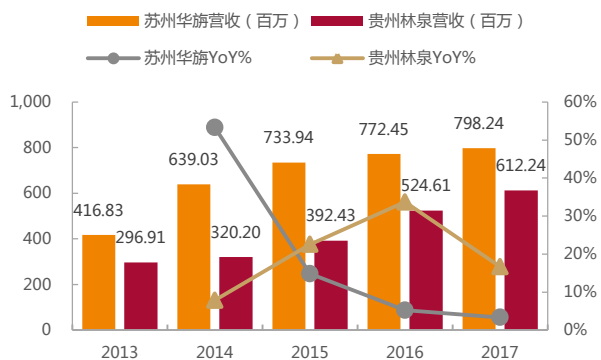
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2014-2020E 公司分板块营收及其增速预测

002025.SZ	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31
单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总营收	1,604.34	1,873.43	2,256.40	2,612.13	3,043.19	3,713.06	4,882.64
电子元器件行业营收	1,574.24	1,834.17	2,247.02	2,601.06	3,030.30	3,697.33	4,861.96
继电器	187.95	209.62	225.83	270.74	320.82	359.32	388.07
连接器	1,045.34	1,204.04	1,441.79	1,616.23	1,769.77	1,948.52	2,104.40
电机	340.95	420.50	517.57	612.24	786.72	1,101.41	1,368.43
光通信器件			61.83	101.86	152.98	288.07	1,001.06
其他	30.10	39.26	9.38	11.06	12.89	15.73	20.68
总营收YoY%		16.8%	20.4%	15.8%	16.5%	22.0%	31.5%
电子元器件行业营收YoY%		16.5%	22.5%	15.8%	16.5%	22.0%	31.5%
继电器		11.5%	7.7%	19.9%	18.5%	12.0%	8.0%
连接器		15.2%	19.7%	12.1%	9.5%	10.1%	8.0%
电机		23.3%	23.1%	18.3%	28.5%	40.0%	24.2%
光通信器件				64.7%	50.2%	88.3%	247.5%
电子元器件行业营收占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
继电器	11.9%	11.4%	10.1%	10.4%	10.6%	9.7%	8.0%
连接器	66.4%	65.6%	64.2%	62.1%	58.4%	52.7%	43.3%
电机	21.7%	22.9%	23.0%	23.5%	26.0%	29.8%	28.1%
光通信器件	0.0%	0.0%	2.8%	3.9%	5.0%	7.8%	20.6%
电子元器件行业成本	968.96	1,167.27	1,451.95	1,662.93			
继电器	100.68	107.91	125.05	149.81			
连接器	607.38	743.62	893.41	985.50			
电机	260.90	315.74	388.76	455.23			
光通信器件			44.73	72.39			
电子元器件行业毛利率	38.4%	36.4%	35.4%	36.1%			
继电器	46.4%	48.5%	44.6%	44.7%			
连接器	41.9%	38.2%	38.0%	39.0%			
电机	23.5%	24.9%	24.9%	25.6%			
光通信器件			27.7%	28.9%			

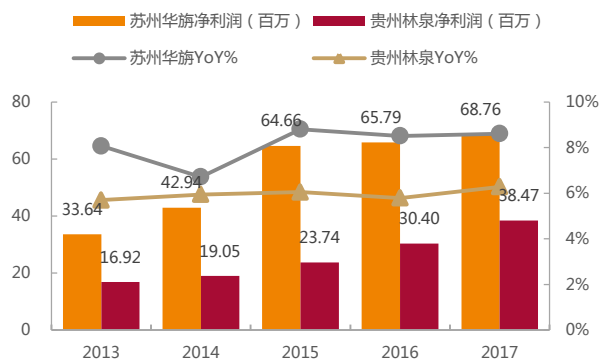
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2013-2017 年子公司苏州华旂与贵州林泉的营收及其增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 7：2013-2017 年子公司苏州华旂与贵州林泉的净利润及净利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	857.20	935.64	583.95	1,062.10	390.61
应收账款	914.16	1,244.46	1,116.64	1,580.13	1,966.10
预付账款	31.77	39.22	104.33	31.39	155.22
存货	293.79	328.12	535.46	466.83	962.07
其他	895.66	1,074.23	1,027.75	1,609.40	1,889.52
流动资产合计	2,992.58	3,621.67	3,368.13	4,749.85	5,363.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	500.15	491.84	520.35	555.04	580.43
在建工程	22.15	80.85	84.51	98.70	89.22
无形资产	86.66	87.31	78.63	69.95	61.27
其他	113.54	110.36	101.73	97.26	92.07
非流动资产合计	722.51	770.35	785.22	820.95	822.99
资产总计	3,715.08	4,392.02	4,153.35	5,570.80	6,186.52
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	254.42
应付账款	674.68	887.67	706.85	1,365.01	1,458.03
其他	271.64	489.60	220.91	669.87	535.74
流动负债合计	946.32	1,377.27	927.76	2,034.87	2,248.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	20.90
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	181.72	184.83	176.30	180.95	180.69
非流动负债合计	181.72	184.83	176.30	180.95	201.59
负债合计	1,128.04	1,562.10	1,104.06	2,215.82	2,449.78
少数股东权益	432.01	457.90	495.36	541.15	596.33
股本	429.00	429.00	429.00	429.00	429.00
资本公积	422.47	422.47	422.47	422.47	422.47
留存收益	1,692.57	1,896.71	2,124.93	2,384.84	2,711.42
其他	(389.01)	(376.15)	(422.47)	(422.47)	(422.47)
股东权益合计	2,587.04	2,829.92	3,049.29	3,354.98	3,736.74
负债和股东权益总	3,715.08	4,392.02	4,153.35	5,570.80	6,186.52

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	291.81	345.43	357.75	414.15	510.00
折旧摊销	78.02	82.51	36.51	39.80	42.77
财务费用	(19.17)	(17.14)	(14.53)	(15.73)	(13.89)
投资损失	(2.11)	(0.52)	(1.83)	(1.83)	(1.83)
营运资金变动	(101.35)	(234.63)	(547.59)	212.64	(1,321.31)
其它	(6.04)	10.08	39.43	46.56	56.43
经营活动现金流	241.17	185.73	(130.26)	695.58	(727.81)
资本支出	147.18	124.78	68.53	75.35	50.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(267.33)	(195.39)	(126.71)	(153.52)	(98.43)
投资活动现金流	(120.14)	(70.61)	(58.17)	(78.17)	(48.17)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	275.32
股权融资	32.53	26.46	(31.55)	16.00	14.13
其他	(123.56)	(138.87)	(131.71)	(155.26)	(184.94)
筹资活动现金流	(91.04)	(112.42)	(163.26)	(139.26)	104.50
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	29.99	2.71	(351.69)	478.15	(671.49)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,256.40	2,612.13	3,043.19	3,713.06	4,882.64
营业成本	1,454.43	1,665.71	1,917.21	2,413.49	3,222.54
营业税金及附加	7.42	8.48	10.65	13.00	24.41
营业费用	61.49	98.28	92.51	141.84	195.31
管理费用	417.64	466.55	570.60	612.65	781.22
财务费用	(23.41)	(13.39)	(14.53)	(15.73)	(13.89)
资产减值损失	14.68	22.63	18.13	19.00	19.92
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.11	0.52	1.83	1.83	1.83
其他	(4.21)	(16.45)	(3.65)	(3.65)	(3.65)
营业利润	326.27	379.80	450.44	530.64	654.95
营业外收入	16.77	13.18	15.00	14.99	14.39
营业外支出	5.63	1.61	3.61	3.62	2.95
利润总额	337.41	391.38	461.84	542.01	666.39
所得税	45.60	45.94	64.66	81.30	99.96
净利润	291.81	345.43	397.18	460.71	566.43
少数股东损益	30.75	34.04	39.43	46.56	56.43
归属于母公司净利润	261.07	311.39	357.75	414.15	510.00
每股收益(元)	0.61	0.73	0.83	0.97	1.19

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	20.44%	15.77%	16.50%	22.01%	31.50%
营业利润	14.64%	16.41%	18.60%	17.80%	23.43%
归属于母公司净利润	11.90%	19.28%	14.89%	15.77%	23.14%
获利能力					
毛利率	35.54%	36.23%	37.00%	35.00%	34.00%
净利率	11.57%	11.92%	11.76%	11.15%	10.45%
ROE	12.11%	13.13%	14.01%	14.72%	16.24%
ROIC	18.14%	19.49%	20.52%	18.19%	24.34%
偿债能力					
资产负债率	30.36%	35.57%	26.58%	39.78%	39.60%
净负债率	3.22%	9.57%	20.54%	15.50%	30.88%
流动比率	3.16	2.63	3.63	2.33	2.39
速动比率	2.85	2.39	3.05	2.10	1.96
营运能力					
应收账款周转率	2.69	2.42	2.58	2.75	2.75
存货周转率	7.35	8.40	7.05	7.41	6.83
总资产周转率	0.65	0.64	0.71	0.76	0.83
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.73	0.83	0.97	1.19
每股经营现金流	0.56	0.43	-0.30	1.62	-1.70
每股净资产	5.02	5.53	5.95	6.56	7.32
估值比率					
市盈率	40.46	33.92	29.52	25.50	20.71
市净率	4.90	4.45	4.14	3.75	3.36
EV/EBITDA	27.55	21.35	22.04	18.00	16.08
EV/EBIT	34.06	26.03	23.89	19.39	17.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com