

# 航天电器系列报告之一：军用连接器及微特电机龙头企业

——航天电器（002025）事件点评

2018年07月23日

强烈推荐/维持

航天电器

事件点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn 010-66554142	
王习	分析师	执业证书编号：S1480518010001
	Wangxi@dxzq.net.cn 010-66554034	
张高艳	研究助理	执业证书编号：S1480116080036
	zhanggy_yjs@dxzq.net.cn 021-25102859	
张卓琦	研究助理	执业证书编号：S1480117080010
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018	

## 事件：

航天电器是我们持续强烈推荐的低估值稳健品种，是军工领域少数兼具高盈利能力、稳定成长性、且对军工行业具有较高弹性的标的，我们预计公司2018-2020年收入31.5亿元、38.3亿元、47.3亿元，归母净利润4.09亿元、5.19亿元、6.53亿元，对应目前股价PE 27.2X、21.4X、17.0X。

航天电器主营业务包含连接器、微特电机和高端继电器等，军品收入占比高达70%左右，以配套弹箭星船机等产品为主，在航天和弹载领域市场份额第一。本篇报告作为航天电器系列报告之一，我们将从各业务板块分析航天电器的产品竞争实力与市场地位。

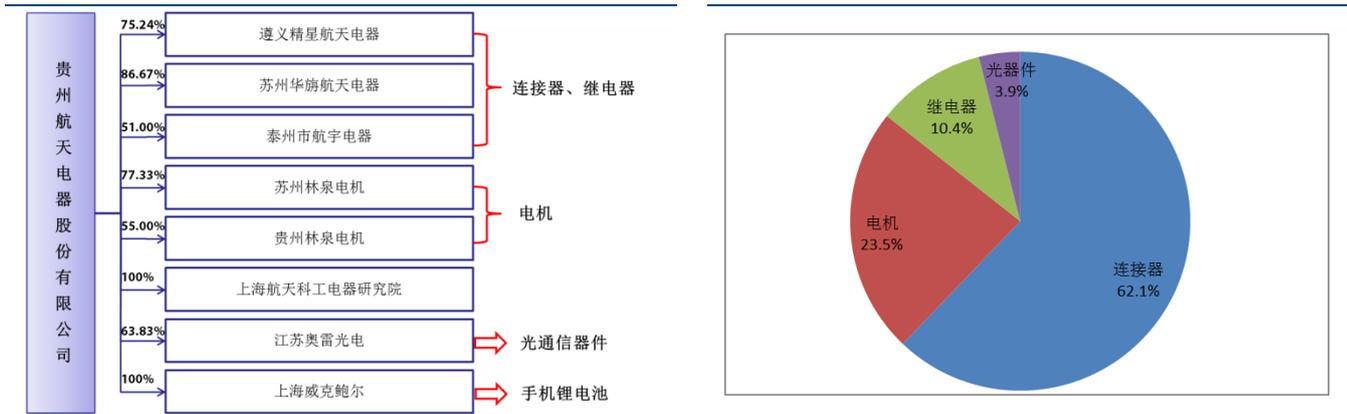
## 观点：

航天电器原有业务主要包括连接器、微特电机和继电器，2016年完成对江苏奥雷光电63.83%的股权收购，进一步拓展了光电模块业务，形成四大业务板块协同发展。

**从收入结构来看：**连接器是公司的传统优势业务，2017年收入贡献占比达62.1%，近5年复合增速20.1%；微特电机收入占比23.5%，5年复合增长率19.4%；继电器业务占比约10.4%，新增的江苏奥雷光通信器件业务目前占比仍较低，仅占约4%。

图 1：航天电器控股子公司及其业务布局

图 2：2017 航天电器主营业务收入构成



资料来源：wind，东兴证券研究所

资料来源：wind，东兴证券研究所

### 一、军用连接器龙头，航天领域优势明显

军用连接器是构成完整的武器装备系统所必需的基础组件，与商用连接器相比，它是一类特殊、敏感的连接器件，具有显著的特征：制造公差严格、结构坚固、可靠性极高、成本高及耐恶劣环境。军事工业使用的连接器传统上主要包括圆形、矩形、印制电路板、RF 及少量特种连接器。

从下游应用领域来看，军用连接器占到整个连接器行业的 6%，排在汽车（22.2%）、电信与数据通信（20.4%）、计算机与周边产品（16.3%）、工业（11.9%）之后。

“十三五”期间国内军用连接器市场规模总量有望超 500 亿元。目前我国正在加快军队现代化和信息化建设，新装备需求的快速增长将使得军用连接器的市场快速扩张。根据产业信息网数据显示，2015 年我国军用连接器市场规模达 72.5 亿元，五年复合增长率为 12.5%。预计“十三五”期间我国军用连接器市场规模总额将达 507 亿元，复合增长率仍将保持 11.4% 的快速发展势头。

图 3：2010-2020E 我国军用连接器市场规模



资料来源：产业信息网，东兴证券研究所

公司在军用连接器市场的市占率仅次于中航光电。航天电器在中国电子元件协会发布的“2017 年（第 30 届）中国电子元件百强企业”榜单中名列第 21 位，在连接器领域位列第 4，仅次于立讯精密、中航光电和得润电子。单看军用领域，航天电器的市占率则仅次于中航光电，2015 年市场份额约 24.2%。

图 4: 连接器下游应用领域占比 (%)

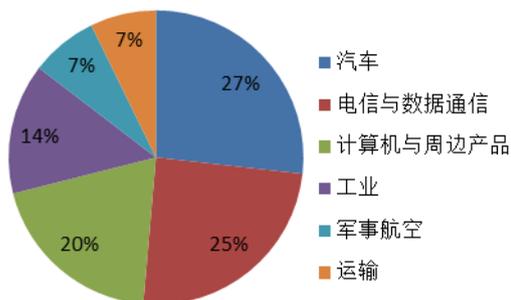
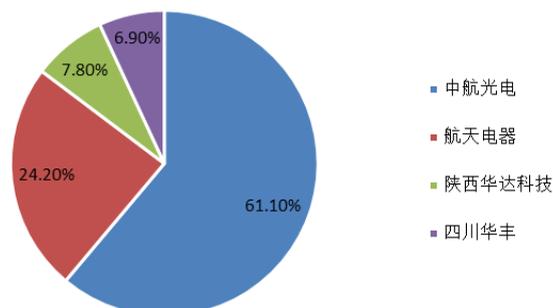


图 5: 2015 年我国军用连接器市场份额



资料来源: Bishop & Associates, 东兴证券研究所

资料来源: 中国知网, 东兴证券研究所

航天领域优势明显, 占据 70% 以上市场份额。公司作为航天科工集团下属企业, 培育、成长于我国航天产业的发展进程中, 积累了较强的连接器专业优势和协作配套能力, 研制生产的主要品种包括高可靠圆形连接器、绞线式弹性毫微插针连接器、射频连接器、密封连接器、高速传输连接器、光纤连接器、印制电路连接器等, 基本覆盖全部军工装备领域, 70% 以上的产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户。在航天连接器市场更是占据了 70% 以上的市场份额, 承担国家载人航天工程、探月工程等重点项目配套任务, 并且近年来也积极提升在其他国防领域的市场占有率。

图 6: 部分连接器产品展示



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

航天产业有望获得高于行业平均水平的发展速度, 公司将充分受益。“十三五”期间国家将继续加大航天产业的扶持力度, 火星探测、空间站建设、登月计划等有望次第展开, 公开资料显示航天科技集团型号任务量“十三五”将增长 70%-80%, 与“十二五”增速接近, 预计未来 3 年国家对于航天领域的投入将有望达到 20% 的复合增速。我们认为, 公司未来 3-5 年连接器业务仍有望保持 20% 左右的年复合增长水平, 进一步夯实公司军工连接器龙头企业地位。

## 二、军用微特电机龙头，未来发展潜力大

**微特电机**是指直径小于 160mm 或额定功率小于 750W 或具有特殊性能、特殊用途的微型电机。常用于控制系统中或传动机械负载中，用于实现机电信号或能量的检测、解算、放大、执行或转换等功能，也可作为设备的交、直流电源。

公司的微特电机业务由控股子公司贵州林泉电机、苏州林泉电机承担，其中贵州林泉主要负责军用微特电机的研制生产任务，苏州林泉负责民用领域，以石油装备行业为主。目前，公司的微特电机业绩基本上均由贵州林泉贡献。

**微特电机业务立足高端军用，是我国微特电机领域标杆企业，综合实力突出。**贵州林泉从事微特电机、伺服控制、二次电源及小型化遥测设备等的研制和生产，产品覆盖航天所有型号，同时也为电子、航空、船舶型号配套；承担了大量各类导弹、火箭、卫星、飞船、飞机、舰船、战车、鱼雷、深弹等重点型号配套产品的研制任务，为我国军工各系统研制生产了上千种配套产品，为我国载人航天工程做出了突出贡献。

贵州林泉是我国精密微特电机研制与工程应用的龙头企业之一，也是国家科技部批准的“国家精密微特电机工程技术研究中心”、航天“微特电机专业技术中心”、“微特电机检测中心”等，获得国家、省部级科技成果奖 137 项，多项产品指标居国内领先水平，其中作为参研单位荣获国家科技进步特等奖 3 项。

**图 7：部分精密微特电机产品展示**



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

## 三、高端继电器业务平稳发展

继电器是公司传统优势业务，公司曾为“神舟”飞天、舱外“行走”、太空之“吻”、“嫦娥”奔月、蟾宫“漫步”等重大航天工程项目提供配套继电器。公司研制生产的继电器主要品种为密封电磁继电器、温度继电器、平衡力继电器、固态继电器、特种继电器、时间继电器，并广泛应用于各类电子设备、通讯设备、精密仪器、船舶、民用卫星、载人航天工程等整机装配系统。2017 年公司实现继电器业务收入 2.71 亿元，同比增长 19.9%。

公司的立方英寸密封电磁继电器是在典型电磁继电器产品基础上进行升级研发的产品，具有技术含量高、品种规格齐全、结构紧凑、负载体积比高、抗冲振性能好，环境适应能力强、抗振动冲击能力高、体积小、负载大等特点，在高端电子元器件市场占据一席之地。

图 8：部分继电器产品展示



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

### 结论：

目前仍是低估值首选标的，持续强烈推荐。不考虑外延，公司 2018-2020 年收入 31.5 亿元、38.3 亿元、47.3 亿元，归母净利润 4.09 亿元、5.19 亿元、6.53 亿元，对应目前股价 PE 27.2X、21.4X、17.0X。公司属于军工领域少数兼具高盈利能力、稳定成长性、且对军工行业具有较高弹性的品种，维持公司“强烈推荐”投资评级，六个月目标价 30 元。

### 风险提示：

行业竞争加剧；军品订单不及预期。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	2993	3622	4910	5672	6565	<b>营业收入</b>	2256	2612	3147	3832	4732
货币资金	857	936	2066	2303	2546	<b>营业成本</b>	1454	1666	1994	2434	3011
应收账款	864	1233	1121	1260	1426	营业税金及附加	7	8	9	11	13
其他应收款	50	11	13	16	20	营业费用	61	98	109	125	151
预付款项	32	39	36	40	40	管理费用	418	467	546	658	804
存货	294	328	398	483	599	财务费用	-23	-13	-15	-22	-24
其他流动资产	4	10	13	21	28	资产减值损失	14.68	22.63	10.00	8.00	8.00
<b>非流动资产合计</b>	723	770	825	772	719	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.11	0.52	1.00	1.00	1.00
固定资产	500.15	491.84	521.14	469.60	418.06	<b>营业利润</b>	326	380	495	620	770
无形资产	87	87	202	204	207	营业外收入	16.77	13.18	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5.63	1.61	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	3715	4392	5736	6444	7285	<b>利润总额</b>	337	391	508	633	783
<b>流动负债合计</b>	946	1377	1550	1886	2267	所得税	46	46	58	73	90
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	292	345	449	560	693
应付账款	627	815	905	1139	1388	少数股东损益	31	34	40	40	40
预收款项	16	12	5	-2	-12	归属母公司净利润	261	311	409	520	653
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	455	522	540	669	818
<b>非流动负债合计</b>	182	185	172	172	171	<b>EPS (元)</b>	0.61	0.73	0.95	1.21	1.52
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	1128	1562	1722	2058	2438	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	432	458	498	538	578	营业收入增长	20.44%	15.77%	20.47%	21.77%	23.49%
实收资本(或股	429	429	429	429	429	营业利润增长	14.64%	16.41%	30.24%	25.26%	24.28%
资本公积	422	422	1300	1300	1300	归属于母公司净利润	31.43%	27.02%	31.43%	27.02%	25.61%
未分配利润	944	1104	871	577	206	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2155	2372	3470	3802	4223	毛利率(%)	35.54%	36.23%	36.64%	36.48%	36.38%
<b>负债和所有者权</b>	3715	4392	5736	6444	7285	净利率(%)	12.93%	13.22%	14.28%	14.61%	14.64%
<b>现金流量表</b>						单位:百万元					
						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
						2016A					
						2017A					
						2018E					
						2019E					
						2020E					
<b>经营活动现金流</b>	241	186	523	432	482	<b>偿债能力</b>					
净利润	292	345	449	560	693	资产负债率(%)	30%	36%	30%	32%	33%
折旧摊销	151.72	155.53	0.00	51.54	51.54	流动比率	2.63	3.17	3.01	2.90	
财务费用	-23	-13	-15	-22	-24	速动比率	2.39	2.91	2.75	2.63	
应收账款减少	0	0	113	-139	-166	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-7	-7	-10	总资产周转率	0.65	0.64	0.62	0.63	0.69
<b>投资活动现金流</b>	-120	-71	-129	-30	-30	应收账款周转率	3	2	3	3	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.14	3.62	3.66	3.75	3.75
长期股权投资减	0	0	3	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	2	1	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.73	0.95	1.21	1.52
<b>筹资活动现金流</b>	-91	-112	737	-166	-209	每股净现金流(最新	0.07	0.01	2.64	0.55	0.57
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.02	5.53	8.09	8.86	9.84

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	42.51	35.52	27.18	21.40	17.04
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	5.16	4.69	3.21	2.93	2.63
<b>现金净增加额</b>	<b>30</b>	<b>3</b>	<b>1130</b>	<b>237</b>	<b>243</b>	EV/EBITDA	22.59	19.52	16.78	13.18	10.49

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

### 王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 张高艳

清华大学工学硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

### 张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

## 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法律责任。

## 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。