

航天电器系列报告之二：从新产品看航天电器

2018年07月26日

强烈推荐/维持

航天电器

事件点评

——航天电器（002025）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：

2017年公司研发费用2.37亿元，较上年增长10.93%，研发费用占营收比重9.1%。公司持续加大光通信器件、无线基站光电互连、微波背板、高速数据传输互连系统、光链路传输架构、微传输集成一体化、新能源汽车用连接器和精密微特电机新技术、新产品的研发投入，科研项目支出较上年同期增加。

本篇报告作为航天电器系列报告之二，我们将从公司在连接器、继电器、微特电机、光通信器件领域中研发的新产品探讨公司未来发展的新动力。

观点：

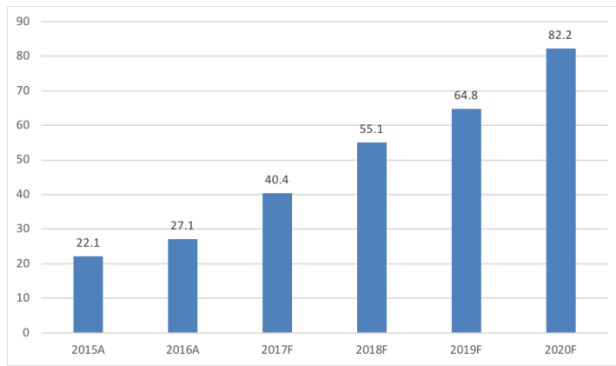
一、新能源汽车连接器或有望成为公司业绩的新增长点

目前全球汽车连接器占比约15%，有望在新能源汽车的带动下占据更大份额，预计到2020年新能源汽车连接器市场规模有望超80亿元。据统计，2017年全球主要国家的新能源汽车销量超过142万辆，中国的销量达到77.7万辆，高速发展的新能源汽车市场带动了车用连接器的需求。

以电力驱动的新能源汽车相较于燃油汽车对连接器的要求更高，传统连接器电压在14V左右，而电动汽车高压连接器电压达到400-600V，所以新能源汽车需要更高品质的高压连接器做为整辆汽车的输送节点。目前全球汽车连接器约占连接器产业15%左右，未来有望在新能源汽车的带动下占有更大比例。根据《2016-2020年中国新能源汽车高压连接器市场及企业调研报告》，到2020年新能源汽车用高压连接器市场空间将达到82.2亿元，对应未来3年年复合增速将高达31.9%。

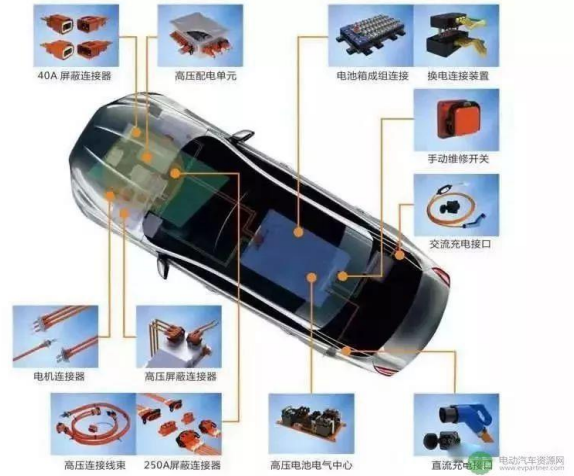
公司近年来积极拓展新能源汽车配套领域，主要产品包含新能源汽车用连接器及线束、新能源汽车空调压缩机，目前已为部分新能源汽车厂商提供小批量连接器及电缆、电机产品。连接器领域存在较大的技术壁垒，公司作为连接器龙头企业，具备较高的生产技术和工艺能力，能较快适应电动汽车运营要求不断变化的新产品研发能力和创新能力。公司未来将受益于新能源汽车的迅猛发展，新能源汽车用连接器或有巨大销量空间。

图 1：新能源汽车高压连接器市场规模（亿元）



资料来源：一览众资讯，东兴证券研究所

图 2：新能源汽车连接器应用场景



资料来源：电动汽车资源网，东兴证券研究所

二、继电器为传统优势业务，公司积极研发新产品扩大自身优势

继电器为公司传统优势业务，主要为军用高端领域配套。公司研制生产的继电器主要包括密封电磁继电器、温度继电器、平衡力继电器、固态继电器、特种继电器、时间继电器等，主要为各军工集团配套，也有部分应用于家电行业，业务承担主体为遵义精星航天电器。

根据航天科工十院官网信息，公司的继电器曾为“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，再次印证了高端继电器是公司的传统优势项目。

表 1：继电器分类及特点

产品	特点
密封电磁继电器	高力学指标、负载能力强
温度继电器	控温精度高、耐力学环境能力强
平衡力继电器	释放状态时，磁路中的永久磁铁对衔铁的保持力，与继电器吸合状态时磁铁极面对衔铁的电磁吸力大致相等；该结构使衔铁在吸合和释放位置都有较大的保持力，因此抗振、抗冲击的性能较好
固态继电器	逻辑电路兼容，耐振耐机械冲击，安装位置无限制，具有良好的防潮防霉防腐蚀性能，输入功率小，灵敏度高，控制功率小，电磁兼容性好，噪声低和工作频率高
时间继电器	工作电压范围宽、延时精度高、抗瞬变

资料来源：网络材料，东兴证券研究所

根据 2017 公司年报，公司拟开发重点新产品**宇航温度继电器**，是一种对温度变化甚为敏感的微型过热保护元件，它主要可供埋设在电机的发热部位。该产品当外界温度达到给定值时而动作，为通接触感应式密封温度继电器，具有体积小、重量轻、控温精度高等特点，通用性极强。

宇航温度继电器将充分受益于我国航天事业的高速发展。2018 年上半年，我国进行了 18 次航天发射任务，共将 40 颗卫星送入太空，包括 6 颗北斗导航卫星，还有嫦娥四号的中继星“鹊桥”；下半年将完成长征五号复飞、嫦娥四号登月等任务。未来我国将进行一系列航天计划，国家将继续实施载人航天、月球探测、高分辨率对地观测系统、卫星导航定位系统等航天重大科技工程以及一批重点领域的优先项目，这将带动相关配套产业的迅猛发展。公司继电器产品市场需求或将大幅提升。

2017 年公司实现继电器业务收入 2.71 亿元，同比增 19.89%，毛利率达到 44.67%。近年来公司继电器业务毛利率水平基本维持在 40% 以上，继电器产品的高端属性决定了其盈利能力较强。**我们判断，公司对继电器行业将会坚持优势领域，以长期平稳发展为主线。**

三、打造精密微特电机产业互联网平台，智能制造兼顾质量和效率

公司是科技部批准的我国唯一一家精密微特电机工程技术研究中心组建依托单位。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。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。

贵州林泉打造四个重点平台项目：精密微特电机双创空间、精密微特电机产业互联网平台、精密微特电机检测中心、精密微特电机云仿真中心工程中心。其中，精密微特电机产业互联网平台（915DJ）是微特电机行业第一家产业互联网平台。

公司依托其在精密微特电机领域的设计研发、仿真检测、生产制造等产业链核心地位优势，采用云计算、大数据、物联网等先进技术，搭建了 915DJ 平台。平台可帮助精密微特电机产业实现信息互通、资源共享、能力协同、开放合作、互利共赢的制造生态体系，最终可实现互联网时代的新型生产方式——云制造。截至目前，平台注册个人用户超过 300 户（实际有效 204 户），注册的企业超过 300 家（其中，与行业产业链相关企业 130 多家），主动寻求与工程中心孵化产品的企业或个人达 70 家（个）。

预计到 2020 年，林泉电机将投入使用的智能化设备将突破 100 余套，自动化覆盖率达到 60%，设备实现互联互通，生产过程智能管控，公司产能大幅提升，解决质量和效率两大痛点。

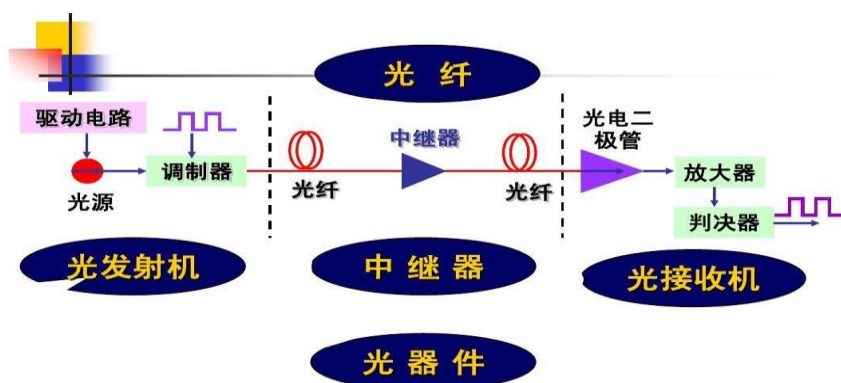
四、光通信器件市场空间巨大，公司有望提高市场份额

光通信是指以光波为载波、以光纤为传输介质的通信方式，具有高带宽、耐高温、抗电磁干扰、信号串扰小、低功耗等特点，目前已成为主流的信息传输方式。光通信器件是构建光通信系统与网络的基础，高速光传输设备、长距离光传输设备和智能光网络的发展、升级以及推广应用，都取决于光通信器件技术进步和产品更新换代的支持。

光通信器件按照其物理形态的不同，可分为芯片、光有源器件、光无源器件、光模块与子系统这四大类。光器件作为光通信的上游，是光通信系统的必备元器件，用以实现光信号的产生、调制、探测、连接、波长复

用和解复用、光路转换、信号放大、光电转换等功能，很大程度上决定了光通信系统的性能水平、可靠性以及成本。

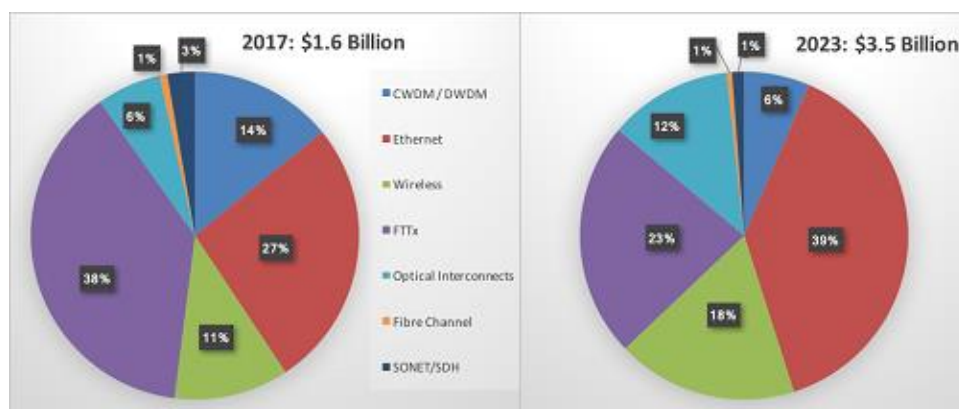
图 3：光通信工作原理



资料来源：网络资料, 东兴证券研究所

未来 3 年全球光通信器件市场年复合增速有望达 9.8%，我国光通信市场 5 年内有望翻番。根据 C&C 统计，2017 年全球光器件市场规模为 102 亿美元，同比增长 6%，据预测 2017 至 2021 年全球光器件市场规模的年复合增长率有望达 9.83%。根据 LightCounting 发布的最新中国光通信市场报告，受光纤到户项目 (FTTH) 和 5G 无线网络的拉动，中国光通信市场规模将在 5 年内翻倍。

图 4：我国光器件市场规模



资料来源：Lightcounting, 东兴证券研究所

收购江苏奥雷切入光通信市场，技术+平台强强联合将打造新的业绩增长点。2016 年 6 月公司完成对江苏奥雷光电有限公司 63.83% 股权的收购，由此获得光器件领域的核心技术竞争力。奥雷光电主营业务为光电

转换模块的研发、生产和销售，拥有光模块、光通讯器件核心技术团队，全面掌握了光模块设计、封装、耦合、模块集成的核心技术和关键工艺。

公司光通信器件包括各种激光器、探测器、光收发一体化组件和模块等系列产品，被广泛应用于光通信、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。2017 年公司光通信器件占公司营业总收入的 3.90%，同比增长 64.75%，毛利率 28.94%。未来借助于航天电器所拥有的军工行业资源及渠道优势，公司光器件相关产品有望继续拓展航天、航空、兵器等军工领域的市场应用。

结论：

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。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
流动资产合计	2993	3622	4910	5672	6565	营业收入	2256	2612	3147	3832	4732
货币资金	857	936	2066	2303	2546	营业成本	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
非流动资产合计	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	营业利润	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
资产总计	3715	4392	5736	6444	7285	利润总额	337	391	508	633	783
流动负债合计	946	1377	1550	1886	2267	所得税	46	46	58	73	90
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	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
非流动负债合计	182	185	172	172	171	EPS (元)	0.61	0.73	0.95	1.21	1.52
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1128	1562	1722	2058	2438	成长能力					
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	获利能力					
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%
负债和所有者权	3715	4392	5736	6444	7285	净利率(%)	12.93%	13.22%	14.28%	14.61%	14.64%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		3.82%	7.03%	7.09%	7.14%	8.07%
经营活动现金流	241	186	523	432	482	偿债能力					
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	营运能力					
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
投资活动现金流	-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	每股指标(元)					
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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	30	3	1130	237	243	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。