

航天电器系列报告之三：从体外资 产看航天电器

2018 年 07 月 27 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：

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三，我们将梳理控股股东航天科工十院在上市公司以外的其他资产。

观点：

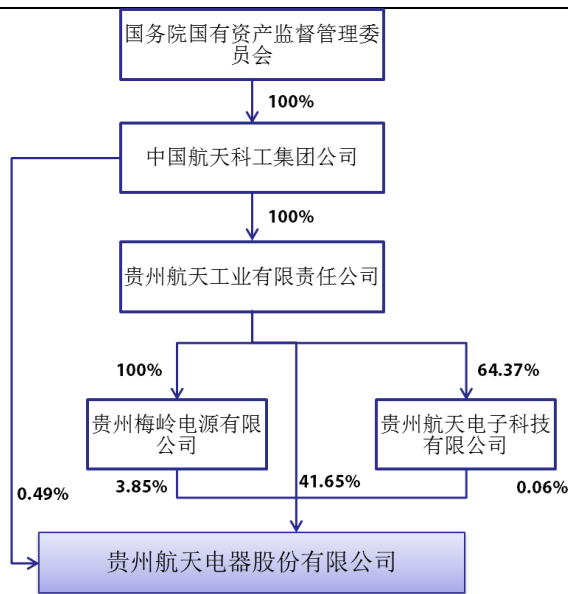
一、控股股东为航天科工十院，公司是下属唯一上市平台

公司的控股股东为贵州航天工业责任有限公司（即航天科工十院），直接持有公司约 41.65%的股权，通过贵州梅岭电源和贵州航天电子科技间接持有公司 7.71%股权，合计持有公司股权比例为 49.36%。公司实际控制人为航天科工集团。

控股股东实力雄厚。航天科工十院前身为 061 基地，是我国地空导弹武器系统科研生产基地，拥有地空导弹武器系统总体、指挥控制、导弹总体、制导控制、发射控制等核心专业，在电源、微特电机、伺服机构、惯性器件、继电器、电连接器、特种方舱等产品的研制生产领域具有较强的优势和协作配套能力。十院辖有 18 个企业（含 1 个上市公司航天电器）、7 个事业单位，资产总额 181.8 亿元。

控股股东下属唯一上市公司平台，资本运作空间较大。据公开报道，截至 2016 年年末航天科工集团的资产证券化率仅 21%，远低于我国军工集团的平均资产证券化率。公司作为十院旗下唯一上市公司，被航天科工集团定位为高端电子元器件及工业基础件的研制单位，有望成为提升控股股东资产证券化率的上市运作平台，优质的体外资产注入可期。

图 1：公司股权结构



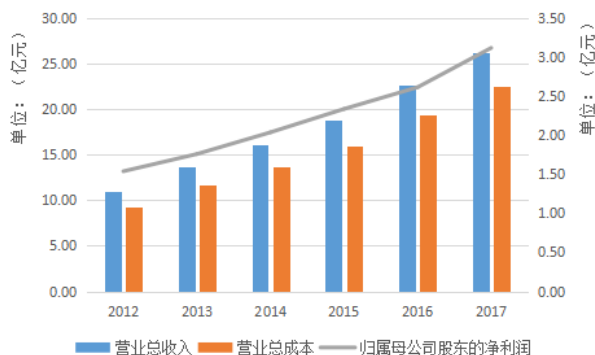
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

二、成长空间可期，发展战略明确

公司订单充足，长期以来业绩持续增长，未来成长空间可期。公司 2017 年营业总收入实现 26.12 亿元，同比增速 16.77%，归母净利润实现 3.11 亿元，同比增速 19.27%。

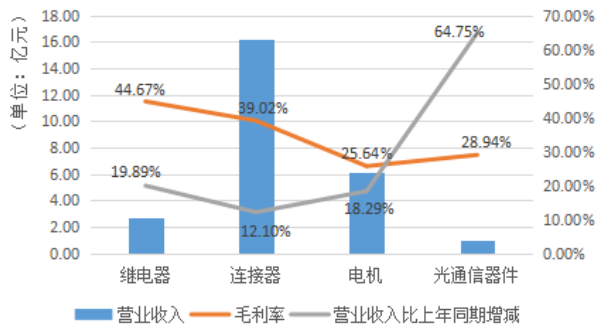
公司的发展战略为：聚焦主业，围绕公司使命“致力高科技领域，追求卓越，共享成就”，建设具有显著影响力和竞争力的一流高科技企业。公司为了有效抵御行业竞争加剧的风险，在 2017 年年度报告中披露：拟充分利用上市公司平台，以“新技术、补短板、产业链协同”为导向，开展企业收并购，拓展完善产业链、加快企业发展速度；未来将在新一代信息技术、新能源、5G 通讯、智能装备等高技术领域加快布局。由此我们可以推测公司未来的外延方向是与其同业或者与新一代信息技术、新能源、5G 通讯、智能装备等领域有关的公司。

图 1：2012-2017 年经营情况



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 2：2017 年各类产品销售情况

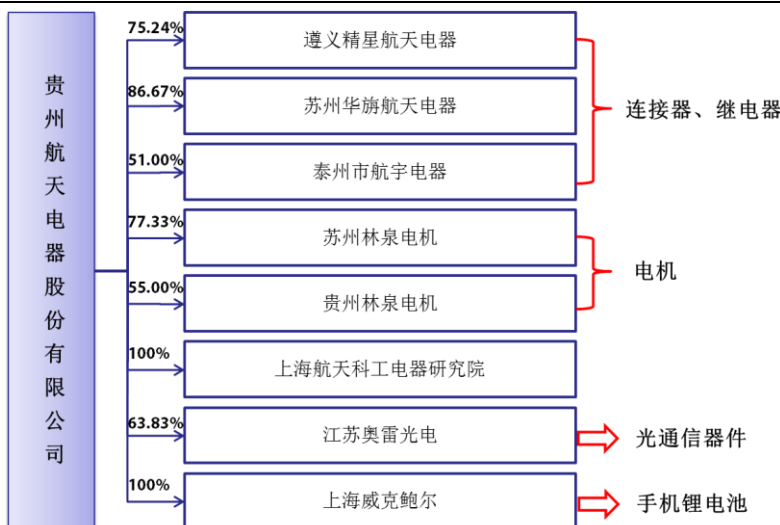


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

三、控股股东优质资产有望注入公司

目前，航天电器设有八家子公司，分别从事不同类型产品的专业生产。结合公司的发展战略和十院子公司的资产质量来看，我们认为未来林泉电机、梅岭电源、航天控制、航天电科、航天实业或较有可能被注入航天电器。

图 3：公司控股子公司及其业务布局



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

林泉电机是二次电源及微特电机的专业生产商。林泉电机下属的贵州林泉和苏州林泉已经分别有 55%和 77.3%的股权被注入上市公司，截至 2018 年 3 月 31 日，林泉电机总资产 10.1 亿元，净资产 8.1 亿元；2018 年第一季度实现营业收入 6101.1 万元，实现净利润 1611.43 万元；累计申请专利 177 件，发明占比 40%以上。目前，林泉电机正进军中高端民用电机领域，如民用航空、机器人、新能源汽车、石油装备、通信、工业无人机等，这些发展方向与航天电器的战略方向较为契合。林泉电机旗下深圳市航天电机系统有限公司、深圳斯玛尔特微电机有限公司都是微特电机行业民企，虽有一定市场，有灵活民企机制，但研发实力弱，规模产值利润不够强大，它们可以通过被并购减小研发压力，专注生产；航天电器也可以利用它们的民企机制优势，把军工先进技术用于民品生产，双方互惠互赢有较强协同效应。

表 1：林泉电机剩余资产明细

	公司名称	持股比例	业务类型
林泉航天电机有限公司	苏州航天林泉电机有限公司	20%	电机
	贵州航天林泉电机有限公司	45%	
	深圳市航天电机系统有限公司	68%	
	深圳斯玛尔特微电机有限公司	51%	
	湖南航天磁电有限责任公司	2.02%	磁性材料、磁电机与器件

资料来源：公开信息整理，东兴证券研究所

梅岭电源是国内军用电源的龙头企业。建设有国家级特种化学电源重点实验室，是航空、航天、兵器、船舶等多个领域的主要化学电源供应商，市场占有率超过80%。截至2018年3月31日，梅岭电源总资产13.4亿元，净资产7.9亿元；2018年第一季度实现营业收入16441.78万元，实现净利润1846.91万元。成立以来，公司

先后荣获国家科技进步特等奖、国防科技进步特等奖、国家发明奖、全国科学大会奖、国家载人航天突出贡献奖等二十余项国家级科技成果奖和100余项省部级科技成果奖。梅岭电源与林泉电机、航天电器，曾多次共同参与研制中国载人航天工程所需的关键零部件，若航天电器得以成功并购梅岭电源与林泉电机，这将大幅提升企业在载人飞船这一业务的效益。

航天控制连年盈利，从未亏损，自动控制系统和石油仪器领先。公司一体化能源舵机处于行业领先地位，是国内动调陀螺产能最大的单位，公司已配套的战略、战术、宇航型号近30个，在伺服机构等一些关键技术上具有自主知识产权。公司成立了以民用产品研发制造为主的贵州航天凯山石油仪器有限公司，研制生产的石油试井仪器在全国所有陆上油田及部分海上油田均有使用。目前，石油仪器公司正在研制开发新产品，力图打开石油测井仪器、油气田、煤气田等市场。航天电器如果收购航天控制，其在石油开采方面的民用产品线将得到大幅提高；二者若共同发力工业自动化领域，将进一步完善该产业链，甚至可以归为工业4.0的标的。

航天电科是我国航天电子产品及其测试设备的专业科研、生产单位。公司注册资本1.57亿元，拥有资产总额6.14亿元，现有员工700余人，其中各类专业技术人员近400人，具有中高级职称200余人，享受政府特殊津贴专家3人。公司拥有多种先进的设计仿真软件及数千台设备、仪器仪表。建有交会模拟运动系统试验场及微波、天线、射频仿真等试验室，具有较强的精密机械加工、自动贴装、无线电装接、无线电调试、火工品装配等生产与检测能力。经过多年发展，公司已形成了航天装备、电子控制、电子装联和协外配套等多元化并举产品格局，尤其在电子技术与信号处理方面颇具实力，产品多次荣获国家和省部级奖励，国家领导人多次视察公司。航天电科作为航天电器的下游企业，对电子元件需求量大，成功并购航天电科将拓展航天电器的产业链，提升公司绩效。

表 2：航天科工十院资产明细

	公司简称	公司全称	持股比例	主营业务	规模体量	注册资本
	航天电器	贵州航天电器股份有限公司	41.7%	中国电子元件百强，电机、连接器、继电器、光器件	截至 20180331 总资产 44.24 亿元；2018 年 1-3 月营业收入 4.82 亿元，净利润 0.72 亿元	4.29 亿元
航天科工十院 /061 基地 2017 年营业收入 127.59 亿元，同比增长 18.69%； 利润总额 9.47 亿元，同比增长 11.15%	梅岭电源	贵州梅岭电源有限公司	100%	特种化学电源，国内军用电源的龙头企业，是航空、航天、兵器、船舶等多个领域的主要化学电源供应商，市场占有率超过 80%	截至 20180331 总资产 13.4 亿元；2018 年 1-3 月营业收入 1.6 亿元，净利润 0.18 亿元	2.54 亿元
	/3401 厂					
	林泉电机	林泉航天电机有限公司	100%	微特电机、二次电源、遥测系统、工业自动化、机电一体化、无线电及计算机应用	截至 20180331 总资产 10.1 亿元；2018 年 1-3 月营业收入 0.61 亿元，净利润 0.16 亿元	2.67 亿元
	/3651 厂					
	航天实业	贵州航天实业有限公司	100%	现代物流、物资“五统一”、国际化经营、机电设备代理，同时开展电力能源供应、电力工程安装等	截至 20180331 总资产 7.2 亿元；2018 年 1-3 月营业收入 3.2 亿元，净利润 415.38 万元	1 亿元
	航天南海	贵州航天南海科技有限责任公司	100%	代表产品是智能立体停车库、金属制品成套设备	2016 年收入 3.5 亿，净利润 6450.56 万	亿元

航天控制 /3405 厂	贵州航天控制技术有限公司	100%	研制和生产飞行器自动控制系统、惯性测量、伺服机构、惯性器件以及石油试井仪器的专业厂	连续四十余年盈利	1 亿元
	航天风华精密设备有限公司	100%	航天武器装备总装总测生产企业	截至 2018 年 4 月总资产 17 亿元	1.4 亿元
航天电科	贵州航天电子科技有限公司	94.1%	电子产品及其测试设备的专业科研生产单位，雷达导引头、无线电引信、无线电控制探测、光电制导跟踪	总资产 6.14 亿元	1.56 亿元
乌江机电	贵州航天乌江机电设备有限责任公司	85.6%	气凝胶、超临界萃取、压力容器、铝工业	/	0.79 亿元
凯宏科技	贵州航天凯宏科技有限责任公司	83.4%	散热器、中冷器、焊接材料、冰箱配件等	年营业收入近 2 亿元	0.94 亿元
红光机械 /3533 厂	贵州航天红光机械制造有限公司	72.4%	航天产品零部件、汽车前后桥及零部件等	截至 2017 年末资产总额 0.59 亿元；全年营业收入 273.95 万元，净利润 253.02 万元	0.36 亿元
苏州江南 /3656 厂	苏州江南航天机电工业有限公司	65.4%	以应急救援装备为核心主业，大型特种车辆制造企业	/	2.5 亿元
航天天马 /3658 厂	贵州航天天马机电科技有限公司	52.5%	工程钻机、后勤装备（波浪能发电、挂车底盘）、防空地面装备等	2016 年收入 8.9 亿元，净利润 5160 万元（军品预计在 80%左右）	2.5 亿元
凯星液力	贵州凯星液力传动机械有限公司	51.3%	大功率液力变速器，军用特种车辆的配套	/	1.2 亿元
群建精密 /3247 厂	贵州群建精密机械有限公司	47.7%	中国唯一的齿轮及传动产品专业制造企业，高精密谐波减速器、齿轮	截至 2017 年末资产总额 2 亿元；全年营业收入 1.5 亿元，净利润 0.14 亿元	0.45 亿元
航天新力 /3257 厂	贵州航天新力铸锻有限公司	30.5%	特种材料、大型异形锻件制造	截至 2017 年末资产总额 4.9 亿元；全年营业收入 1.7 亿元，净利润 0.27 亿元	0.24 亿元
信息技术产业	航天通讯	100%	计算机信息系统集成公司，承担航天信息化建设和通信保障服务	/	0.34 亿元
	智慧农业	64.8%	主要从事农业信息化领域	/	0.54 亿元

农业有限公司				亿元
事业单位	航天医院 /3417 医院	贵州航天医院 /	主要承担遵义市民和 061 基地职工的疾病防治工作	
	航天测试	贵州航天计量 测试技术研究 100% 所	计量测试、元器件筛选、电 磁兼容试验等综合性技术 机构	截至 20180331，总资产 2.2 亿元；2018 年 1-3 月营业收入 0.37 亿元，净利润 321.08 万元
	江南机电 /302 所	江南机电设计 研究所 100%	导弹武器系统总体设计和 系统软件的研发	共获国家级、省部级科技成果奖 五十多项，国家级专利 100 余项

资料来源：公开信息整理，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	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					单位:百万元	总资产净利润(%)	3.82%	7.03%	7.09%	7.14%	8.07%				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	12.11%	13.13%	11.80%	13.67%	15.46%				
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									
预收账款增加	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。