

## 军用连接器领军者，三季度业绩耀眼

### ——航天电器（002025）深度报告

2018年10月26日

强烈推荐/维持

航天电器

深度报告

#### 报告摘要：

公司是军用连接器领域的领军者，公司军品收入占比高达70%，以配套弹箭星船机等产品为主，在航天和弹载连接器领域市场份额第一。

- ◆ **公司三季报印证业绩回暖。**公司前三季度收入同比增长8.89%，归母净利润增长17.20%，第三季度单季净利润同比高速增长45%，已经完全从上半年的低速状态扭转。
- ◆ **三季度公司毛利率比去年同期提升0.53pct**，到达39.19%，一是由于公司智能制造带来降本增效；二是前三季度交付产品中军品比重较高导致，公司民品三季度已经恢复正常。公司2018年三季度管理费用出现较大幅度下降是由于研发费用单独列支的原因，三季度考虑研发费用则为1.29亿元。三季度公司存货同比增长了43.89%，由于公司订单增加，为保证订单而采购了较多的原材料，由此看出公司订单依然向好，公司业绩全年有保证，我们预计全年净利润增速有望在20%以上。
- ◆ **公司军用连接器具有高可靠性、抗冲击性强的特点，适用于加速度较快的动态环境装备。**相比中航光电，公司连接器体积小密度高、可靠性高、抗冲击性强。民用产品主要应用在通信、新能源汽车以及石油能源领域，18年民用在石油能源增速最快。公司ERP完成系统切换并正式上线，连接器研制形成智能制造能力，18年连接器业务有望实现20%增长。
- ◆ **军用电机空间大，未来保持较快增长。**子公司贵州林泉在微特电机尤其在伺服电机领域代表国内最高水平。公司微特电机以军品为主，航天航空占到了80%以上，同时还涉足兵器领域。该业务去年增速达到20%，今年有望继续保持快速增长。
- ◆ **继电器业务立足高端，保持高附加值。**公司80%以上继电器配套军工领域，少部分收入来自空调压缩机保护器。公司继电器业务则有望坚持传统优势，以平稳发展为主。
- ◆ **光通信业务有望回暖，积极布局军工商用通信。**江苏奥雷承诺2018年实现净利润不低于1800万元，对应净利润增速要达到38%。受中兴事件影响，上半年光器件业务订单不足，市场需求萎缩导致竞争更加激烈，产品价格承压。目前中兴已经恢复生产，今年公司光通信业务有望回暖。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司2018-2020年归母净利润为3.67亿元/4.51亿元/5.43亿元，同比增长17.90%/22.93%/20.39%，EPS分别为0.86元/1.05元/1.27元，对应PE分别为31X/25X/21X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

**风险提示：**业务竞争格局发生极大变化、军品订单不及预期。

#### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
----	-------	-------	-------	-------	-------

#### 陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

#### 研究助理：

##### 王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

##### 张卓琦

010-66554018

zhangzq\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480117080010

#### 交易数据

52周股价区间（元）	18.72-28.99
总市值（亿元）	100
流通市值（亿元）	100
总股本/流通A股（万股）	42900/42889
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.20

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《航天电器（002025）：军品主业稳步增长 资本运作拓展光通信业务》2016-08-26
- 2、《航天电器（002025）深度报告：航天连接器领导者，光电协同促发展》2017-08-09
- 3、《智能制造提质增效，兼具稳健和弹性的低估值品种》2018-05-11

---

营业收入(百万元)	2,256.40	2,612.13	3,101.47	3,729.06	4,457.75
长率(%)	20.44%	15.77%	18.73%	20.23%	19.54%
净利润(百万元)	261.07	311.39	367.12	451.30	543.30
增长率(%)	11.90%	19.28%	17.90%	22.93%	20.39%
净资产收益率(%)	12.11%	13.13%	14.32%	15.79%	16.92%
每股收益(元)	0.61	0.73	0.86	1.05	1.27
PE	43.28	36.16	30.85	25.10	20.85
PB	5.26	4.77	4.42	3.96	3.53

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

1. 军用连接器的领军者 .....	4
1.1 高端电子元器件领跑者，军工装备领域全覆盖 .....	4
1.2 受益军品需求增长，主营业务快速发展 .....	6
2. 高品质连接器供应商，受益于航天高景气度 .....	8
2.1 连接器是军事/航天系统不可或缺的元件 .....	9
2.2 民用连接器市场集中度高，主要集中在汽车和通信领域 .....	10
2.3 公司连接器在航天领域优势明显 .....	11
3. 电机市场空间大，公司技术水平高 .....	11
4. 聚焦航空军品继电器，附加值高市场广阔 .....	14
4.1 高端继电器应用广泛，未来发展空间较大 .....	14
4.2 立足高端继电器，继承传统优势保持核心竞争力 .....	15
5. 积极布局军用和商用光通信领域 .....	16
6. 盈利预测及估值 .....	17
7. 风险提示 .....	17

## 表格目录

表 1: 航天电器控股子公司 .....	5
表 2: 国内连接器公司财务情况 .....	10
表 3: 军品继电器公司 .....	13
表 4: 军品继电器公司 .....	15
表 5: 公司盈利预测表 .....	18

## 插图目录

图 1: 公司历次股本变动情况 .....	4
图 2: 公司股权结构及控股子公司 .....	4
图 3: 2014-2018Q3 年公司营业收入及增速情况 .....	6
图 4: 2014-2018Q3 年公司归母净利润及增速情况 .....	6
图 5: 2008-2018 年公司各项业务收入 .....	7
图 6: 2017 年公司主营业务收入构成 .....	7
图 7: 2013-2018Q3 年公司销售毛利率及净利率 .....	7
图 8: 2013-2018Q3 年公司三项费用率 .....	7
图 9: 2017-2025 年中国国防装备费用及国防信息化占比 .....	9
图 10: 2017-2025 年中国国防信息化开支预测 .....	9
图 11: 2010-2020 年我国军用连接器市场规模（亿元） .....	9

图 12: 2014 年全球连接器下游应用领域分布 .....	10
图 13: J69M 矩形连接器 .....	11
图 14: MCX-J3 系列射频同轴连接器 .....	11
图 15: 全球微特电机市场下游应用分类 .....	12
图 16: 2011-2016 中国微特电机行业产量 .....	12
图 17: 2011-2016 中国微特电机行业产值 .....	12
图 18: 公司生产的微特电机 .....	14
图 19: 部分继电器产品展示 .....	14
图 20: 2010-2023 继电器行业销售情况及预测 .....	15
图 21: 全球光器件主要供应商的季度销售额表现 .....	16

## 1. 军用连接器的领军者

### 1.1 高端电子元器件领跑者，军工装备领域全覆盖

贵州航天电器股份有限公司成立于2001年12月30日，是由贵州航天朝晖电器厂作为主发起人，联合贵州航天朝阳电器厂等七家法人单位，共同发起设立的股份有限公司。2004年7月在深圳证券交易所上市。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%，以配套弹箭星船机等产品为主，在航天和弹载连接器领域市场份额第一。

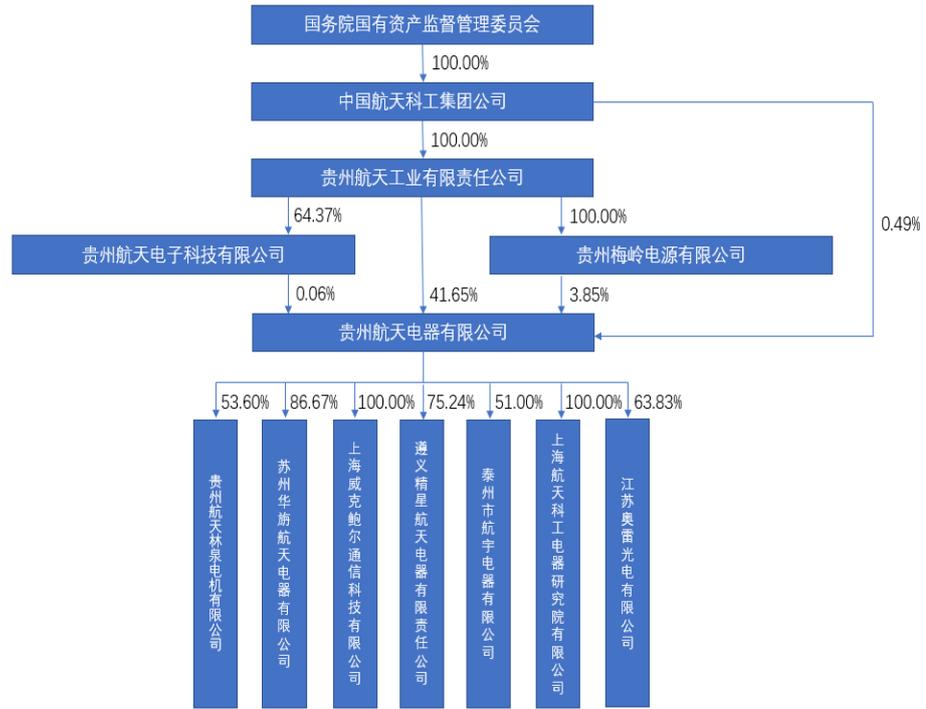
图 1：公司历次股本变动情况



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

**公司大股东是航天科技集团。**贵州航天工业有限责任公司（航天科工十院）持有41.65%公司股份。母公司及贵州梅岭电源有限公司是中国航天科工集团有限公司的下属全资企业，中国航天科工集团合并持有航天电器46.05%的股份，为公司实际控制人。

图 2：公司股权结构及控股子公司



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**布局四大业务板块，军民领域业务持续拓展。**公司是中国电子元件百强企业，中国市场电子元件领军厂商，70%以上的产品销售给航天、航空、电子及舰船等领域的高端客户。公司跨地域、集团化经营，在上海、苏州、泰州、镇江、遵义等地设7家子公司，布局高端继电器、连接器、微特电机、光电子产品四大业务板块。目前公司产品以航天为主，军品基本覆盖全部军工装备领域，民品渗透入通讯、轨道交通、家电、石油市场配套。

**表 1: 航天电器控股子公司**

子公司名称	主营业务	占被投资单位权益比例	取得方式
威克鲍尔	手机锂电池、工业自动化设备、检测设备	100%	2004年出资设立
遵义精星	继电器、电连接器和微特电机	75.24%	2005年出资设立
苏州华旗	电连接器、保护器、温度继电器	86.67%	2005年出资设立
贵州林泉	微特电机、二次电源、遥测系统	53.60%	2007年出资设立 2018年吸收合并苏州林泉
泰州航宇	电连接器	51.00%	2009年收购
上海研究院	电子电气控制系统	100%	2010年收购
江苏奥雷	光通讯产品、LED应用产品	63.83%	2016年收购

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**母公司资产丰厚优质，存在注入预期。**航天电器是母公司航天科工十院旗下唯一上市公司。目前，十院辖有17个企业、6个事业单位，资产总额181.8亿元。所属单位涉及机械、电子、电器、化工、冶金等行业，形成了装备制造、电子信息产业、现代服务业三大板块。航天电器是航天十院唯一的控股上市公司，平台价值凸显，存在资产注入预期。

2017年6月, 由于无法在规定的时间内完成预案的修订工作, 航天电器决定终止收购航天电机、斯玛尔特等公司股权, 表示将“持续围绕主业, 在合法合规下开展并购业务”。但航天十院整体资产证券化程度较低, 公司作为高端电子元器件及工业基础件的研制单位, 未来资产整合空间值得期待。

## 1.2 受益军品需求增长, 主营业务快速发展

近五年公司业务实现快速发展, 业绩持续增长。2017年公司实现总营业收入26.12亿元, 相较于2012年10.95亿元的收入规模, 过去五年的收入复合增速达13.76%; 2017年公司实现归母净利润3.11亿元, 过去五年复合增速为12.13%, 公司业绩呈现收入快速增长、盈利持续提升的良好态势。

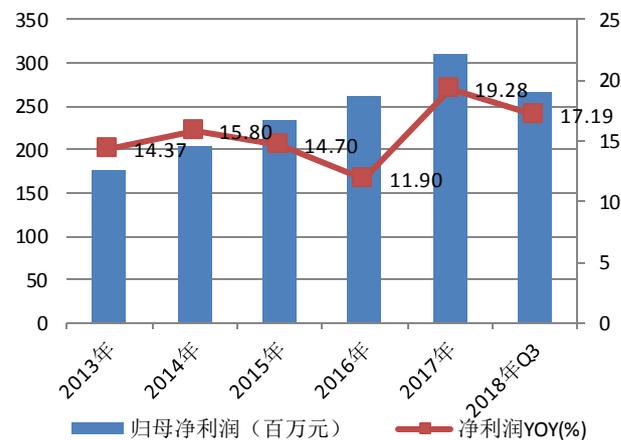
公司三季度报告印证业绩回暖, 订单已转化为收入利润。公司前三季度实现收入19.61亿元, 同比增长8.89%, 归母净利润2.66亿元, 同比增长17.20%, 第三季度单季净利润同比高速增长45%, 已经完全从上半年的低速状态扭转。

图 3: 2014-2018Q3 年公司营业收入及增速情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 4: 2014-2018Q3 年公司归母净利润及增速情况

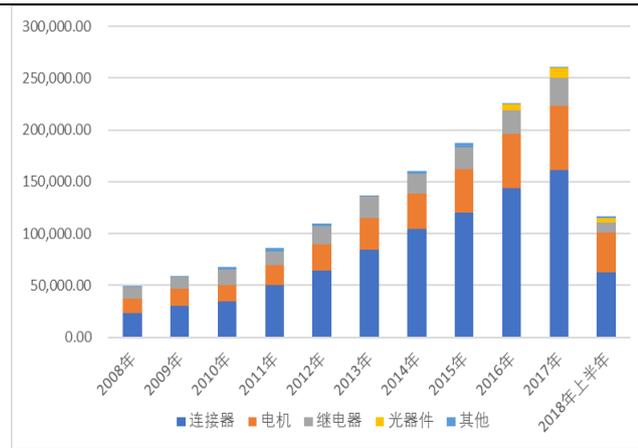


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

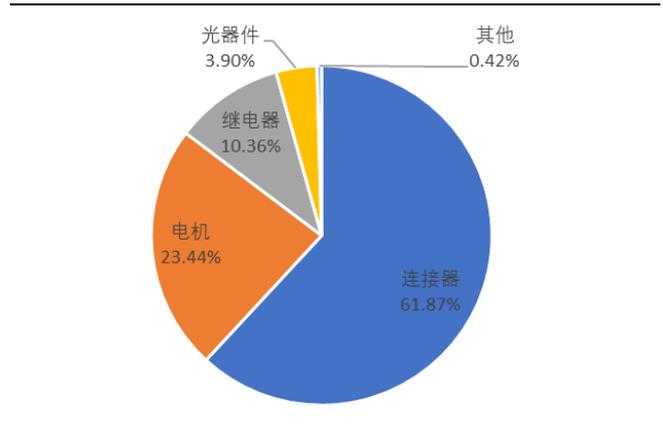
公司上半年受 SAP 上线和民品订单遇冷影响, 上半年营收增速放缓, 下半年增速有望回升。2018年半年报显示, 公司上半年实现营收11.69亿元, 同比下降8.15%, 归母净利润1.57亿元, 同比增长5.43%, 主要原因在于民品从订单一季度负增长, 二季度持平; 同时一季度ERP-SAP系统上线运行影响了公司产值的确认; 遵义零部件基地厂址搬迁影响了部分零部件的齐套。公司军工订单持续饱满, 民品订单三季度明显回升, 公司下半年业绩增速有望回升。

公司属于电子元器件制造行业, 受到国家重点支持, 行业发展空间大。受益于国防装备、通信、大数据、轨道交通等国家重点发展行业的需求稳定增长, 公司业务规模、经营效益保持平稳发展态势。2017年公司主营业务中, 电连接器是公司的传统优势项目, 收入贡献占比稳定维持在60%左右, 是公司最主要的利润来源, 产品主要定位在中高端军品, 技术壁垒较高, 竞争有限, 毛利率维持在40%左右; 电机及继电器分别贡献收入在20%和10%左右; 2016年公司收购江苏奥雷光电有限公司63.83%股权, 在保持通信市场稳定增长的同时, 积极拓展电力行业应用, 光器件目前收入贡

献占比较低，但奥雷光电并入航天电器后有望将产品延伸至军用领域，打造新的利润增长点。

**图 5: 2008-2018 年公司各项业务收入**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 6: 2017 年公司主营业务收入构成**


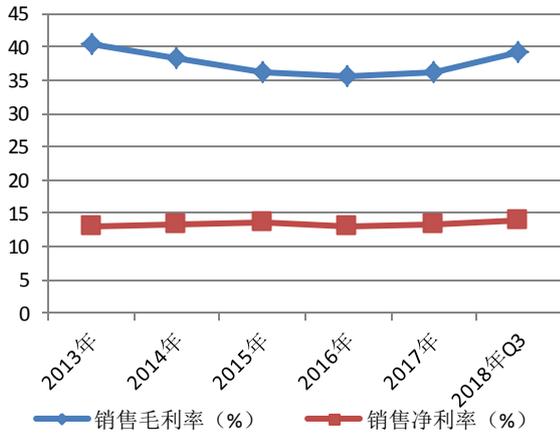
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**运营效率持续提升，盈利能力趋于稳定。**近年来随着公司营收的持续增长，管理费用率呈下降趋势，表明公司营运能力持续提升；销售费用率及财务费用率均处于合理水平且较为稳定，公司现金流充沛，财务状况较好。考虑盈利能力方面，销售毛利率 2016 年以前每年微幅下滑，2017 年有小幅提升，或与公司智能制造效果逐步显现，生产管理水平和大幅提高有关，长期来看公司毛利率将会逐渐趋于稳定，预计维持在 35% 附近。

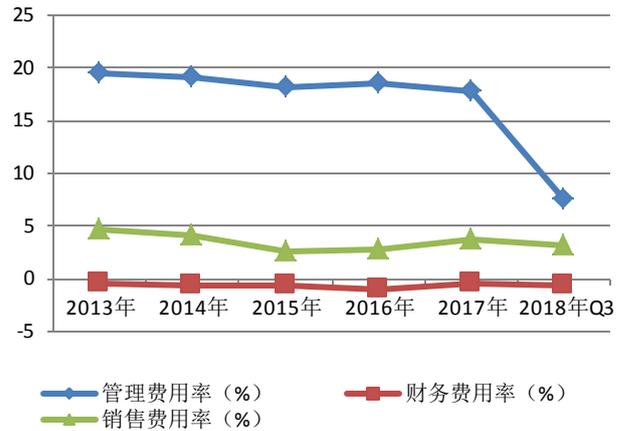
**公司 2018 年三季度报毛利率比去年同期提升 0.53pct，**到达 39.19%，原因有两方面因素，一是由于公司智能制造进一步提升生产效率，降低产品成本；另一方面原因是公司前三季度交付产品中军品比重较高，带来销售毛利率的相应提升，这从公司前两季度的毛利水平中可以看出，一季度毛利高达 49.2%，二季度降到 40.6%，而公司民品从一季度订单同比为负，到二季度已经开始好转，三季度已经恢复正常。

**公司 2018 年三季度管理费用出现较大幅度下降是由于研发费用单独列支的原因，**一季度管理费用为 1.29 亿元，二季度为 0.96 亿元，而三季度考虑研发费用则为 1.29 亿元，与去年同期 0.98 亿元比有所增长。

**图 7: 2013-2018Q3 公司销售毛利率及净利率**
**图 8: 2013-2018Q3 公司三项费用率**



资料来源：Wind, 东兴证券研究所



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

公司注重研发投入，科技成果转化率高，有利于夯实技术壁垒。公司重视技术创新能力建设和新产品技术研发，近年来研发费用持续增长，每年研发投入占营收比例均在8%以上，并积极推进智能制造适应小批量多批次生产模式，为后续可持续发展提供充足动力。2018年上半年，公司多项新技术研发取得突破，光电“单多模转换器”、LRM“跨骑式”高速光电混装连接器等新产品研制成功，获得专利授权33项，其中发明专利12项。持续的高研发投入保证了新品研发速度，夯实了技术壁垒，有利于公司保持竞争力，稳定毛利率水平。

智能制造助力生产提质增效，有利于公司转型升级。公司于2009年开始布局智能制造，直接资金投入逐年增加，2017年超过1亿元，经过多年深耕，公司以航天科工集团专有云和航天云网两大平台为依托，实现了全供应链的横向集成。2017年公司完成了虚拟样机、自动化制造、在线控制、智能检测等流程再造并开展智能化推进，形成以柔性化、数字化、自动化为基础的先进智能制造能力。公司智能制造样板间建设完成产品设计及工艺优化、自动化设备及产线规划、总装线调试等工作，ERP-SAP完成系统切换并正式上线，目前正在开展PLM、MES、TIA系统测试联调。

2018年9月，公司“精密电子元器件智能制造试点示范”项目成功入围工信部《2018年智能制造试点示范项目》。该项目批复总投资9500万元，旨在推动大数据等新一代信息技术与工业深度融合，促进制造业向数字化、网络化、智能化发展。目前，项目正在全力推进实施，预计2018年11月建成。项目建成后，将实现企业生产的提质增效，进一步推动高质量发展，预计企业生产效率可提高20%以上，运营成本降低20%以上，产品研制周期缩短30%以上，产品不良品率降低20%以上，能源利用率提高10%以上。

## 2. 高品质连接器供应商，受益于航天高景气度

公司主打军用连接器，军品市场占有率高。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%。

## 2.1 连接器是军事/航天系统不可或缺的元件

连接器是军事、航天系统中的重要元器件。连接器是电连接器的简称，是用于端接导体并与相应配对元件进行连接和分离，借助机械力实现电路通断的元件。它是最主要和最重要的可卸式电连接方式。连接器的作用是传输信号或能量，它是构成完整军事或航天系统不可或缺的元件，并广泛应用于电子通信、武器、航空、航天、艇船等领域。

信息化装备使得数据传输量上升，连接器需求增大，尤其是高速电连接器/光纤连接器。未来高科技战争靠的是大批信息化、智能化的新式高性能武器装备，这类新型军事装备和设施必然对为其配套的包括连接器在内的各类元器件性能提出新的或更高的要求。未来随着信息化程度的加深，军事/宇航设备处理和传输的数据量越来越大，高速电连接器、光纤连接器将有大的发展。根据中国产业信息网资料，一架现代的歼击机使用电缆长度为 5-10 公里，一次配套的的电连接器约为 800-1000 个，而一架大型运输机电缆总长度为 250 公里，一次配套的电连接器更是多达 4500 个。电子装置的更新需求将推动军用连接器市场规模迅速扩张。

**2018 年国防信息化开支或将达到 1230 亿元。**根据中国产业信息网数据，2015 年我国国防装备总支出约 2927 亿元，其中国防信息化开支约 878 亿元，同比增长 17%，占比为 30%。《2010 年中国的国防》白皮书指出，我国国防军费 1/3 是武器装备费，据此估计 2018 年我国装备费将达 3690 亿元，按照占比 33% 计算，则国防信息化开支将到达 1230 亿元。

**2025 年预计国防信息化开支比例将达 40%。**根据中国产业信息网数据，2025 年中国国防信息化开支将增长至 2513 亿元，年复合增长率 11.6%，占 2025 年国防装备费用（6284 亿元）比例达到 40%。

图 9: 2017-2025 年中国国防装备费用及国防信息化占比



资料来源：中国产业信息网、东兴证券研究所

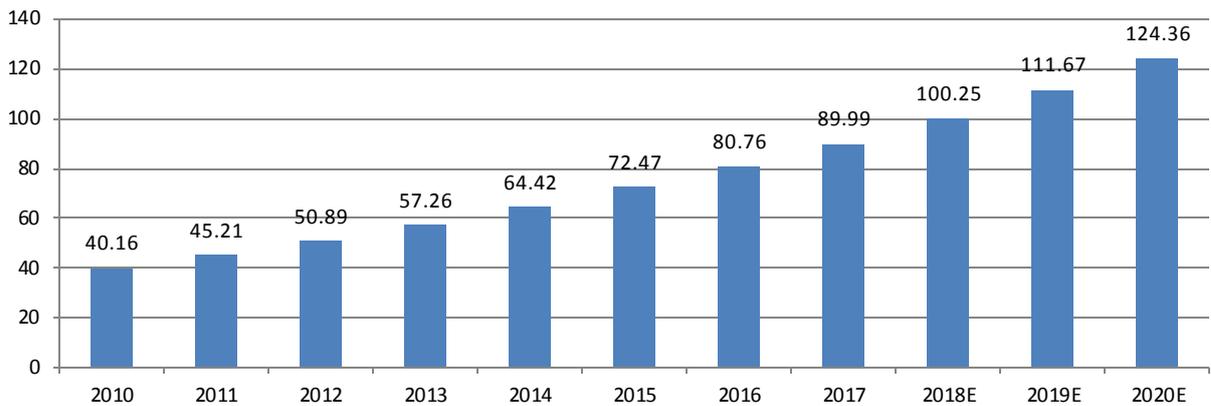
图 10: 2017-2025 年中国国防信息化开支预测



资料来源：中国产业信息网、东兴证券研究所

航空、舰船、军工电子将是未来信息化投入的重点领域。目前我国正在加快军队现代化和信息化建设，新装备需求快速增长将使得军用连接器的市场快速扩张。预计到 2020 年国内军用连接器的市场规模将达 124 亿元。

图 11: 2010-2020 年我国军用连接器市场规模（亿元）

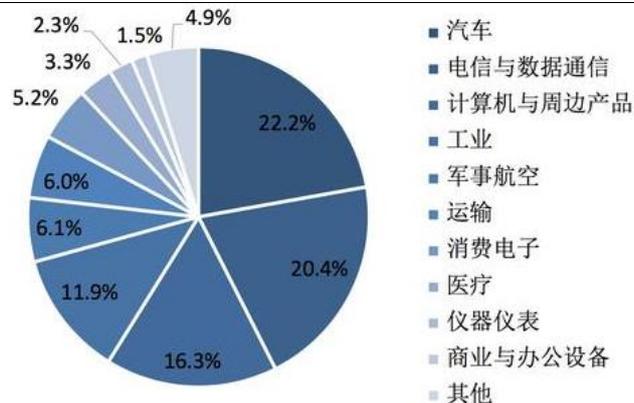


资料来源：中国知网，东兴证券研究所

## 2.2 民用连接器市场集中度高，主要集中在汽车和通信领域

从下游应用领域来看，汽车、通信和计算机领域连接器需求最大。2014 年对连接器需求最大的应用领域主要有：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%）、军事航空（6.1%）、运输（6.0%），这六大领域占到连接器总市场需求的 80% 以上。

图 12: 2014 年全球连接器下游应用领域分布



资料来源：Bishop & Associates, 东兴证券研究所

在民用连接器领域，因为不同类型连接器的差异性，细分市场被不同的龙头公司所占据。消费电子连接器市场被立讯精密、德润电子所主导占据，轨交连接器市场被永贵电器所主导占据，汽车连接器市场被德润电子、中航光电所主导占据。

国内连接器行业集中度在提升，未来提升空间仍较大。国内这 5 家连接器企业的市场份额已经从 2010 年的 6.8% 提升至 2015 年的 18.8%，但仍然远低于全球前三巨头的 33.9%，未来仍有很大的提升空间。

表 2: 国内连接器公司财务情况

公司名称	主要应用领域	PE	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
------	--------	----	-----	-------	--------	------

航天电器	军工、通信	35.92	13.76	13.22	0.64	1.55
中航光电	军工、通信、汽车	37.69	18.35	13.62	0.69	1.85
立讯精密	消费电子	31.06	13.98	7.66	0.95	1.93
永贵电器	汽车、轨交、通信	16.47	6.60	13.63	0.39	1.16
得润电子	消费电子、汽车	33.72	8.47	2.53	0.70	3.40

资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 2.3 公司连接器在航天领域优势明显

公司定位原以矩形连接器为主，目前已能提供各种传输介质的连接器产品。连接器按照外形分为矩形连接器和圆形连接器两种，矩形连接器由于横截面呈矩形，有利于接触对的高密度排列。矩形电连接器主要用于设备间的连接及设备内板与导线的连接。连接器按照传输介质分，主要有低频连接器、射频电连接器、光纤连接器、流体连接器、气体连接器等，这几种介质的连接器公司都有覆盖，公司在液冷介质的连机器数量不多，但已在舰船上有所应用。公司连接器的特点是小型化、高可靠性、抗冲击性强，主要应用加速度较快的动态环境装置中，如导弹、火箭等。

公司军用连接器覆盖各个兵种，并在我国航天发射任务中有广泛应用。公司军用连接器产品覆盖航天、航空、电子、兵器、舰船各个领域，其中在航天领域的市占率最高，超过中航光电。由于公司是航天科工集团下属企业，在航天领域积累了较强的连接器专业优势和协作配套能力，公司连接器产品参与了国家首次载人航天工程、嫦娥探月工程、神州系列飞船等重点航天项目配套任务。

图 13: J69M 矩形连接器



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 14: MCX-J3 系列射频同轴连接器



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

公司民用连接器主要应用在通信领域、新能源汽车领域以及石油能源领域。公司通信领域连接器约占民用连接器营收的 70%，配套国内的华为、中兴公司，并且是其一级配套商，公司还是国外公司的供应商，如三星、爱立信、诺西等。

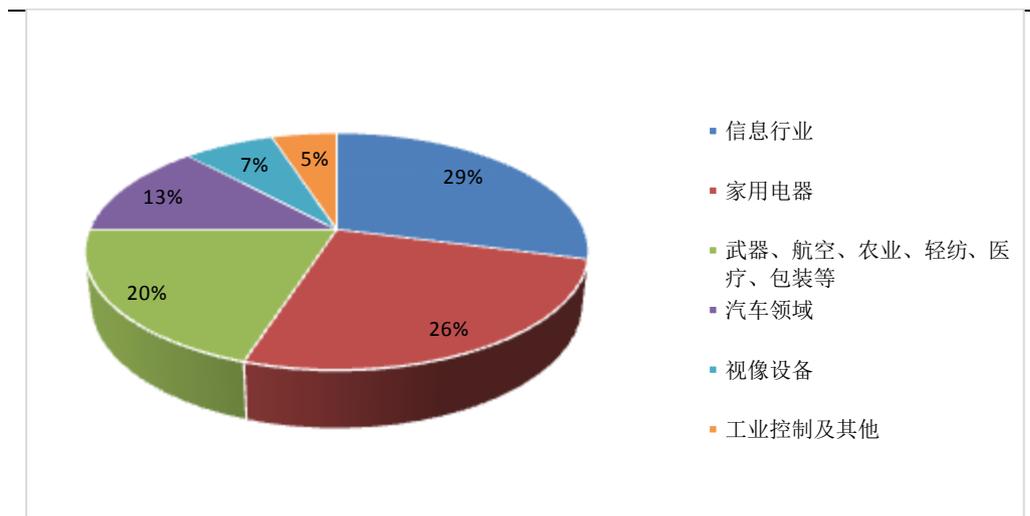
## 3. 电机市场空间大，公司技术水平高

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

微型特种电机。微特电机常用于控制系统，是工业自动化、农业现代化、武器装备现代化、办公自动化、家庭现代化等各个领域不可缺少的基础产品。

行业应用分类看，信息、家电是微特电机前两大应用领域。根据前瞻产业研究院，2017年微电机应用最多的是信息行业，占微电机使用量的29%；家用电器次之占26%；武器、航空、农业、轻纺、医疗、包装等应用领域占20%，汽车领域占13%；视像处理占7%；工业控制及其他占5%。

图 15: 全球微特电机市场下游应用分类



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

微特电机需求空间大，微特电机行业集中度不高。根据中国经济网信息，2014年，发达国家微特电机的家庭平均拥有量为80-130台，而我国大城市家庭平均拥有量为20-40台，还远低于西方发达国家。军用微特电机的需求也随着武器装备自动化程度提升而越来越大。根据中国产业信息网数据，截至2014年，我国共有规模以上微特电机生产企业916家，市场集中度较低。

我国微特电机行业发展迅速，仍存在巨大潜力。我国微特电机最初于20世纪50年代末期，由于国防武器装备的需求而发展起来，目前已成为全球最大的微特电机市场。据新思界产业研究中心的统计，2017年中国微特电机市场产量占全球市场的71.92%，2016年我国微特电机产量高达124亿台，产值为2866亿元，2011-2016年产值的复合增长率高达17.4%。

图 16: 2011-2016 中国微特电机行业产量

图 17: 2011-2016 中国微特电机行业产值



资料来源：新思界产业研究中心，东兴证券研究所



资料来源：新思界产业研究中心，东兴证券研究所

军用微特电机行业中，中国电子科技集团公司第二十一研究所的信号电机实力较强，贵州林泉代表国内伺服电机的最高水平。微特电机行业上市公司市值最大的几家公司如江特电机，卧龙电器，大洋电器等。

**表 3: 军品继电器公司**

公司名称	简介	主要产品	是否上市公司
贵州林泉	科研生产一体化的高科技企业，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”及“国防科技工业企业技术中心”	微特电机、伺服控制、二次电源及小型化遥测设备	航天电器子公司
中电科第 21 研究所	即上海微电机研究所，主要从事各类微特电机与组件的研制，广泛应用于航天、航空、舰船、兵器等国防工业领域	交流伺服电机、伺服驱动器、减速机、制动器等工业机器人用核心部件	非上市
卧龙电气	国家重点高新技术企业，是国内电机及控制领域一线企业，通过不断并购实现控股集团	各类微特电机及控制、低压电机及控制、高压电机及控制、电源电池及输变设备等	卧龙电气
江特电机	国家高新技术企业，已形成电机、锂汽车三大业务并进格局	特种电机和锂电新能源系列产品	江特电机
大洋电机	国内微特电机龙头和车载电机新军，技术依托与北京理工大学、北汽紧密合作，以及陆续收购的优质公司	风机负载类电机、洗衣机电机、直流无刷及高效节能智能电机	大洋电机

资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司微特电机研制生产的主要品种为伺服电机、无刷直流电机、直流力矩电机、永磁直流系列电机、复式永磁抽油机电机、中小型民用电机等，主要由贵州林泉负责承制。

**公司微特电机主要面向军工领域，尤其在航天、航空领域销售占比最高。**

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得国家科技进步特等奖 3 项。

**民品电机领域**，目前负责开拓民用领域的主要为苏州林泉，以石油装备行业为主，短期随着石油装备行业的回暖复苏，有望扭转局面贡献业绩。此外，我们认为公司基于高端优质的军用微电机技术基础，未来开拓空间更为广阔的汽车工业等民用领域市场将相对容易，凭借扎实的技术功底和高品质，有望快速打开局面，助力公司业务再上新台阶。

图 18: 公司生产的微特电机



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

## 4. 聚焦航空军品继电器，附加值高市场广阔

### 4.1 高端继电器应用广泛，未来发展空间较大

**核心电控基础原件，应用广泛发展强势。**继电器是一种电子控制器件，是当输入量的变化达到规定要求时，在电气输出电路中使被控制量发生预定的阶跃变化的一种器件，在电路中起着自动调节、安全保护、转换电路等作用，是整机电路控制系统中必要的、核心的电控基础元件，广泛应用于家电、工控、汽车、通讯、电力、能源、安防、航空航天等领域。军品领域应用的继电器则具有较高的质量要求和的技术要求，随着我国军队信息化建设的逐步发展，未来有较大发展空间。

图 19: 部分继电器产品展示

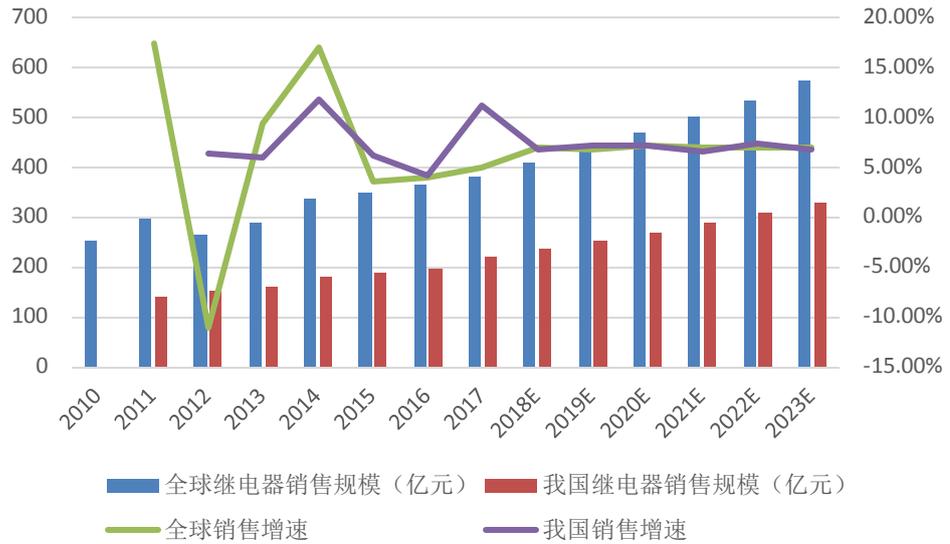


资料来源：网络资料，东兴证券研究所

**行业保持较快增速，国内市场规模超百亿。**2017 年继电器全球市场容量 382 亿元左右，国内销售额大约为 220 亿元；根据中国电子元件行业协会的《继电器行业“十三五”规划》预测，未来有望保持 7% 的行业增速，预计到 2020 年，国内继电器市场规模可达 270 亿元。中国目前仍然是继电器的主要生产基地，约占到全球总产出的 50%，生产企业众多，但具有一定规模的生产企业较少，行业集中度不高，市场竞争较为激

烈。航天电器在继电器领域进入较早，掌握先进技术优势及主要客户资源，市场格局稳定。

图 20: 2010-2023 继电器行业销售情况及预测



资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

## 4.2 立足高端继电器，继承传统优势保持核心竞争力

**产品种类繁多，军民品均有所涉猎。**继电器是公司传统优势项目，公司前身贵州航天朝阳电器厂和贵州航天朝晖电器厂，成立最初主营业务就是连接器及继电器。公司掌握高端继电器核心技术，主要生产密封电磁继电器、温度继电器、平衡力继电器、固态继电器、特种继电器、时间继电器等六大类、4000 余种规格，主要应用于航天军工领域，在民品领域也有所涉猎。

**掌握关键制造技术，助力航天重大项目推进。**在军品领域，继电器是各项国防工程中必不可少的控制元件，已广泛应用于卫星、导弹、火箭、飞机、舰艇、坦克、火炮、核工厂、雷达、通讯、计算机等系统。继电器在军用整机中主要起着信号隔离与传输、信号扩展与综合、自动控制与量和程序配电的作用，如卫星电源转换、侦察设备开机、导弹姿态控制、火箭引燃等。随着军事装备和武器系统电子化、信息化、自动化的程度越来越高，继电器的作用愈加重要，使用量日趋增大，适用范围不断扩展。有学术论文给出，一架大型军用运输机仅通用继电器就需要 200 多只，一架高性能歼击机使用的继电器多至上千只，颗大型卫星需用继电器达 1500 只左右。航天电器是国内为数不多掌握宇航级产品关键制造技术的高端电子元器件供应商，几乎参与了国内所有的载人航天项目。随着国家载人航天工程、探月工程和北斗卫星导航系统等重大项目的推进，对满足空间环境特殊要求的宇航级机电组件产品需求增加。未来我国将进行一系列航天计划，预计航天电器的宇航级产品业务将保持高速增长。

表 4: 军品继电器公司

公司名称	简介	主营业务	是否上市公司
------	----	------	--------

航天电器	主要从事高端继电器、连接器和组件线缆的研制生产和技术服务，是我国电子元器件行业高端领域、高端产品研制生产的主要企业之一。为我国以“载人航天工程”、“探月工程”等为代表的重点宇航工程研制配套了大量高可靠、高等级产品。	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	航天电器（002025）
陕西群力电工有限责任公司（792厂）	我国第一家军用继电器厂，是我国第一个研发和生产控制继电器的专业骨干企业，是我国尖端重点工程配套军用高可靠继电器的专业厂家。	密封电磁继电器、磁保持继电器、通用继电器、计划继电器等	非上市公司
贵州振华群英电器有限公司（891厂）	是国家微型密封电磁继电器和航空航天用接触器研制、生产的核心企业。产品广泛用于以“神舟系列”为代表的载人航天工程和几乎所有的国防重点工程，为国防建设和国家宇航事业提供了大量优质可靠的产品。	微型密封电磁继电器、密封延时继电器、汽车继电器、电力继电器等	振华科技（000733）全资子公司
桂林航天电子有限公司（165厂）	国内高可靠机电元件/组件开发制造核心企业之一，主要生产经营继电器、电连接器、特种开关、功能组件等。公司紧贴航天和国防用户，所供产品在火箭、卫星的关键部位承担重要功能。	电磁继电器、磁保持继电器、固态继电器、延时继电器	航天电子（600879）全资子公司
北京市科通电子继电器总厂有限公司	我国军用固体继电器的主要生产厂家，军品研制项目主要来自总装备部军用整机和系统。	固体继电器	非上市公司

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 5. 积极布局军用和商用光通信领域

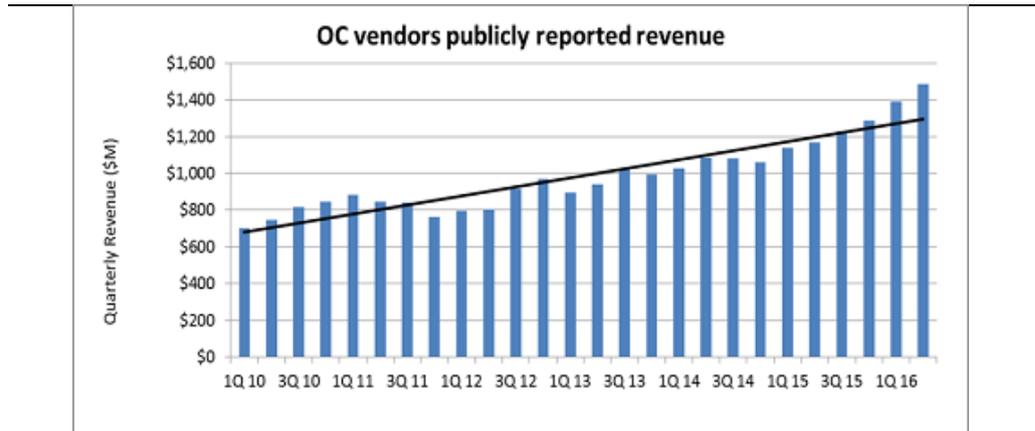
2016年公司收购江苏奥雷光电，开始布局光通信领域。江苏奥雷光电是一家由旅美归国博士团队创建的高科技企业，拥有光模块、光通讯器件核心技术团队，全面掌握了光模块设计、封装、耦合、模块集成的核心技术和关键工艺。

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、抗干扰、低功耗等特点，目前已成为主流的信息传输方式。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。

光通信行业正处于高景气周期，光器件需求持续旺盛。根据 LightCounting 的数据，2016年2季度全球光器件主要供应商的销售额首次突破14亿美元，同比增27%，在其追踪的14家主要光器件厂商中有9家创单季销售额新高。造成光器件公司如此良好业绩的背后原因包括了中国市场对城域100G器件的需求，北美市场对基于ROADM的灵活网格器件的需求以及全球各地超级数据中心扩容带来的市场需求。

- ◆ **产业政策方面**，继“宽带中国”战略后，国家还陆续颁布了“互联网+”、“提速降费”等政策，同时FTTx建设、4G/5G无线网络建设、三网融合、物联网、大数据和云计算等多项国家重点工程为光通信行业的景气上行奠定了红利基础。
- ◆ **技术升级方面**，信息化时代数据流量的持续爆发决定了对网络扩容的需求将持续旺盛，而光通信的高带宽、高速率等优点将充分受益于这一行业趋势。这些都将驱动光器件需求的持续旺盛。

图 21: 全球光器件主要供应商的季度销售额表现



资料来源：LightCounting, 东兴证券研究所

**收购奥雷布局光通信，有望与公司原有主业及资源形成协同效应。**奥雷光电以光通信技术为基础，在享受通信市场稳定增长的高景气行业红利的时候，积极拓展电力行业应用，产品已进入南自、南瑞、许继等上市公司。未来借助于航天电器所拥有的军工行业资源及渠道优势，奥雷光电的相关产品有望拓展航天、航空、兵器等军工领域的市场应用。

**江苏奥雷业绩承诺期增速有保证，中兴事件影响逐渐消除。**2016年4月，公司以现金1.1亿元收购江苏奥雷光电63.83%的股权，成为江苏奥雷第一大股东。江苏奥雷承诺2016-2018年实现净利润不低于900万元、1300万元、1800万元，对应净利润复合增速要达到41.4%。受中兴事件影响，上半年光器件业务订单不足，市场需求萎缩导致竞争更加激烈，产品价格承压。目前中兴已经恢复生产，今年公司光通信业务有望回暖。

## 6. 盈利预测及估值

我们预计公司2018-2020年归母净利润为3.67亿元，4.51亿元，5.43亿元，同比增长17.90%，22.93%，20.39%，EPS分别为0.86元，1.05元，1.27元，对应PE分别为31X、25X、21X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

## 7. 风险提示

业务竞争格局发生极大变化、军品订单不及预期。

表 5: 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	4162	4994	5963	<b>营业收入</b>	2256	2612	3101	3729	4458
货币资金	857	936	1145	1376	1645	<b>营业成本</b>	1454	1666	1912	2286	2729
应收账款	864	1233	1326	1594	1906	营业税金及附加	7	8	10	12	14
其他应收款	50	11	13	16	19	营业费用	61	98	117	140	168
预付款项	32	39	39	39	39	管理费用	418	467	554	666	796
存货	294	328	381	456	544	财务费用	-23	-13	-3	8	19
其他流动资产	4	10	13	16	20	资产减值损失	14.68	22.63	22.63	22.63	22.63
<b>非流动资产合计</b>	723	770	694	618	544	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	0.52	0.52	0.52
固定资产	500.15	491.84	509.69	446.69	383.70	<b>营业利润</b>	326	380	490	595	710
无形资产	87	87	79	71	64	营业外收入	16.77	13.18	13.18	13.18	13.18
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5.63	1.61	1.61	1.61	1.61
<b>资产总计</b>	3715	4392	4856	5613	6507	<b>利润总额</b>	337	391	501	607	722
<b>流动负债合计</b>	946	1377	1580	2010	2517	所得税	46	46	100	121	144
短期借款	0	0	247	445	678	<b>净利润</b>	292	345	401	485	577
应付账款	627	815	868	1037	1238	少数股东损益	31	34	34	34	34
预收款项	16	12	5	-4	-14	归属母公司净利润	261	311	367	451	543
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	455	522	559	674	799
<b>非流动负债合计</b>	182	185	173	173	173	<b>EPS (元)</b>	0.61	0.73	0.86	1.05	1.27
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	1128	1562	1753	2183	2690	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	432	458	492	526	560	营业收入增长	20.44%	15.77%	18.73%	20.23%	19.54%
实收资本(或股	429	429	429	429	429	营业利润增长	14.64%	16.41%	28.98%	21.48%	19.33%
资本公积	422	422	422	422	422	归属于母公司净利润	11.90%	19.28%	17.90%	22.93%	20.39%
未分配利润	944	1104	895	638	329	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2155	2372	2564	2858	3211	毛利率(%)	38.35%	38.71%	38.78%	38.64%	38.56%
<b>负债和所有者权</b>	3715	4392	4856	5613	6507	净利率(%)	12.93%	13.22%	12.93%	13.02%	12.95%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.82%	7.03%	7.09%	7.56%	8.04%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	12.11%	13.13%	14.32%	15.79%	16.92%
<b>经营活动现金流</b>	241	186	122	221	267	<b>偿债能力</b>					
净利润	292	345	401	485	577	资产负债率(%)	30%	36%	36%	39%	41%
折旧摊销	151.72	155.53	0.00	63.00	63.00	流动比率	3.16	2.63	2.63	2.49	2.37
财务费用	-23	-13	-3	8	19	速动比率	2.85	2.39	2.39	2.26	2.15
应收账款减少	0	0	-93	-268	-312	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-7	-9	-10	总资产周转率	0.65	0.64	0.67	0.71	0.74
<b>投资活动现金流</b>	-120	-71	-22	-22	-22	应收账款周转率	3	2	2	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.14	3.62	3.69	3.92	3.92
长期股权投资减	0	0	0	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	0.86	1.05	1.27
<b>筹资活动现金流</b>	-91	-112	109	33	24	每股净现金流(最新	0.07	0.01	0.49	0.54	0.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.02	5.53	5.98	6.66	7.49
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	43.28	36.16	30.85	25.10	20.85
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.26	4.77	4.42	3.96	3.53
<b>现金净增加额</b>	30	3	209	232	269	EV/EBITDA	23.03	19.91	18.67	15.42	12.97

资料来源：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。

## 研究助理简介

### 王习

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

### 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。