

2019年01月03日

中航光电 (002179.SZ)

深度分析

防务连接器龙头，民品发力驱动新一轮成长

投资要点：

国内唯一同时具备光、电、流体连接器技术的高端连接器企业，也是全球第二大、国内第一大的防务连接器供应商，具有较强的技术研发、精密制造、质量控制能力。2018年在进一步扩大防务和新能源汽车连接器市场的同时，加大了海外市场拓展和新产品产业化力度：射频和光电连接器助力全球 5G 首个 5G 商用网络，25G 高端背板连接器规模商用、56Gbps 高端背板连接器中标工业强基工程、VPX 系统和液冷解决方案等新产品有望进一步打开通信/数据中心等民用基础设施市场，多个高增长民品市场的卡位和产品组合有望驱动公司新一轮成长。

◆ **2018 年增长保持向好态势，Q4 或迎明显利润释放：** 2018 前三季度收入 57.75 亿元，同比增 28.34%，实现归母净利润 6.97 亿元，同比增长 10.75%，其中 Q3 单季营收同比增长 49.31%，归母净利润同比增长 23.42%，相比前两季度增速加快，态势向好。整体而言，2018 年前三季度新能源车、面向 5G 和光通讯的连接器等民用产品销售增速较快，防务产品比重下降，新业务的成长使公司的业务结构更加合理，抗风险能力更强，但传统市场的竞争加剧和民品占比提升使得毛利率略有下降。Q4 随着军品订单集中释放，预计公司收入和利润增速将会有明显提升。

◆ **高价值新能源车连接器市场保持快速增长：** 根据中汽协统计数据，2018 年前 11 个月国内新能源车产量达到 105 万辆，同比增长 63.63%，销量 102 万辆，同比增长 68%，预计 2018 全年将达到 120 万辆，2019 年有望突破 160 万辆。同时新能源化、智能化趋势下，单车连接器数量与连接器性能将有明显提升。传统汽车为弱电，而新能源汽车的需求为高电压、大电流的连接器，传统连接器厂商的转型难度较大，中航光电基于军品技术，在新能源车连接器领域有近 10 年的积累，与奇瑞、江淮、比亚迪、宇通、中通等自主品牌车企和龙头电池企业有着长期深度合作，市场份额国内第一。同时，公司积极拓展国际市场，已获得多家海外知名车企的准入资格和订单，为公司进入国际市场奠定基础。

◆ **百亿高速背板连接器市场稀缺性国产厂商：** 高速背板连接器具有百亿元的市场空间，25G 及以上技术和产品过去主要由莫仕、安费诺、泰科等西方公司占领，目前公司的 25G 高速背板连接器项目已通过核高基验收，获得防务领域数千万订单，几家龙头通信厂商也已获得认证突破并小批量供货，产业化进度快于预期，在国内市场尚无有力的竞争者，有望分享防务领域技术升级、数据通信行业增长、5G 基础设施建设、数据与通信连接器价值转移及国产替代的多重红利。另外，公司 56Gbps 高速背板连接器成功中标国家工业强基工程项目，奠定可持续发展的基础。

◆ **液冷系统切入大规模数据中心和超算市场：** 伴随着云计算，大数据，特别是人工智能技术的创新发展，承担大量数据计算和存储的数据中心，需要更高效来满足业务发展的需要。在解决高热密度数据中心的散热问题方面，液冷具有传统数据中心散热技术无法比拟的优势，同时能耗更低。据 Research And Markets 预测，到 2023 年，全球液冷数据中心市场规模将达 45.5 亿美元，年复合增长率将达 27.7%。目前公司的液冷系统依托军品技术和泰兴公司的液冷源，已实现龙头 IDC 企业的突

国防军工 | 航天军工 III

投资评级

买入-A(维持)

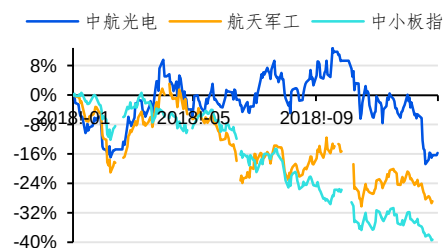
股价(2019-01-02)

33.93 元

交易数据

总市值(百万元)	26,836.63
流通市值(百万元)	26,549.26
总股本(百万股)	790.94
流通股本(百万股)	782.47
12 个月价格区间	31.06/46.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.14	-4.02	23.85
绝对收益	-15.79	-22.89	-13.59

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

胡朗
 hulang@huajinsec.cn
 021-20377062

相关报告

中航光电：连接器市场龙头，军民融合齐发力 2017-06-19

中航光电：中期业绩靓丽，培育中长期高端光电器件市场 2016-08-26

中航光电：军民市场需求两旺，新建产能助推成长 2016-03-18

中航光电：新增产能贡献明显，子公司有望挂牌新三板 2015-11-03

中航光电：军民品下游需求旺盛，上半年盈利超预期 2015-07-09

破，并获得过亿订单。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2018 年-2020 年将实现主营业务收入 79.95 亿元、103.27 亿元和 133.74 亿元，实现归母净利润 9.63 亿元、11.50 亿元和 14.80 亿元，EPS 为 1.22、1.45 和 1.87 元，对应 32、27、21 倍动态 PE。考虑公司龙头地位、高端产品的稀缺性，我们维持公司买入-A 评级。

◆ **风险提示：**军品免税政策变化，使得公司防务业务增长不及预期；公司新产品研发进度或结果不及预期，或公司在关键客户的份额下滑或流失，都将使得公司未来在关键行业的收入增长不及预期；中美贸易摩擦加剧，对公司产品出口的产生不利影响，使得公司海外业务增长不及预期；竞争加剧、产品降价，公司新能源车等产品毛利率下降超过预期，使得公司盈利增长情况不及预期。。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	5,854.8	6,361.8	7,994.5	10,326.9	13,373.9
同比增长(%)	23.9%	8.7%	25.7%	29.2%	29.5%
营业利润(百万元)	839.4	968.3	1,144.2	1,369.6	1,767.2
同比增长(%)	24.1%	15.4%	18.2%	19.7%	29.0%
净利润(百万元)	733.8	825.4	963.3	1,150.4	1,479.9
同比增长(%)	29.1%	12.5%	16.7%	19.4%	28.6%
每股收益(元)	0.93	1.04	1.22	1.45	1.87
PE	42.5	37.8	32.4	27.1	21.1
PB	7.6	6.4	5.3	4.5	3.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、连接器行业概况	5
(一) 连接器的分类	5
(二) 连接器行业的市场空间	5
(三) 连接器产业链全球分布	6
(四) 连接器行业市场结构	6
二、防务连接器行业龙头厂商，业绩持续稳健增长	7
(一) 防务连接器领域领导者，业绩规模持续扩大	7
(二) 盈利能力稳中向好，现金流表现受下游回款情况影响波动	9
(三) 海外市场打开数据中心市场，业绩提升稳扎稳打	11
(四) 2018 年增长保持向好态势，Q4 或迎利润释放	11
三、受益民品市场新能源车增长与 5G 建设，防务龙头将迎新一轮成长机遇	12
(一) 军费持续投入，防务连接器龙头稳定增长	12
(二) 新能源化、自动化带动汽车连接器数倍市场空间，公司市场份额遥遥领先	13
1、新能源化、自动化带动汽车连接器市场倍增机遇	13
2、公司新能源车市场份额遥遥领先，海外市场有望不断突破	14
(三) 通信连接器核心供应商，有望持续受益 5G 建设周期	14
1、5G 建设周期降至，通信连接器需求稳步向上	14
2、通信连接器核心供应商，5G 商用产品已经先行	15
四、高端布局领先同行，高速背板、液冷业务增量可期	16
(一) 中国连接器市场崛起，公司领先国产厂商高端领域突破	16
(二) 高速背板连接器市场的稀缺性国产厂商，受益行业需求增长与国产替代双重红利	18
(三) 依托军品技术基础，液冷系统实现数据中心客户突破	19
五、投资建议	20
六、风险提示	22

图表目录

图 1：全球连接器市场规模	6
图 2：2014 年全球连接器市场结构	7
图 3：公司主要产品系列	7
图 4：2011 年-2017 年公司主营业务收入及增速	8
图 5：2011 年-2017 年以来公司归母净利润及增速情况	8
图 6：公司 2011 年-2017 年连接器业务收入及增速	8
图 7：公司 2011 年-2017 年光器件业务收入及增速	8
图 8：公司 2011 年-2017 年线缆组件及集成产品业务收入及增速	8
图 9：公司 2011 年-2017 年流体、齿科及其他业务收入及增速	8
图 10：A 股主要连接器厂商收入规模对比	9
图 11：A 股主要连接器厂商利润规模对比	9
图 12：公司 2011 年-2017 年业务毛利率走势	9
图 13：A 股主要连接器厂商毛利率对比	10
图 14：A 股主要连接器厂商净利率对比	10
图 15：2011 年-2017 年公司现金流表现	10
图 16：公司国内外收入占比情况	11

图 17: 公司海外收入规模及增速	11
图 18: 公司单季度营业收入及同比增长情况	11
图 19: 公司单季度归母净利润及同比增长情况	11
图 20: 中国公共财政支出国防预算 (亿元)	12
图 21: 中美公共部门军费支出占 GDP 比重	12
图 22: 中国新能源汽车销量预测 (万辆)	13
图 23: 公司新能源车连接解决方案	14
图 24: 数据与通信设备主要类型	15
图 25: 中航光电通信与数据中心连接解决方案	16
图 26: 中国连接器占全球市场比重	16
图 27: 公司研发费用及研发费用率	17
图 28: 同行业公司研发费用率对比	17
图 29: 背板连接器示意图	18
图 30: 高速背板连接器的产品示意图	18
图 31: 高速背板连接器发展趋势	19
图 32: 全球 IDC 市场规模及增速	20
图 33: 中国 IDC 市场规模及增速预测	20
 表 1: 可转债投资项目产能预期	 17
表 2: 公司分项业务收入及毛利率预测	21
表 3: 同行业公司估值情况	21

一、连接器行业概况

连接器是一种借助电信号或光信号和机械力量的作用使电路或光通道接通、断开或转换的功能元件，用作器件、组件、设备、系统之间的电信号或光信号连接，传输信号或电磁能量，并且保持系统与系统之间不发生信号失真和能量损失的变化。凡需光电信号连接的地方都要使用光电连接器，连接器已广泛应用于航空、航天、军事装备、通讯、计算机、汽车、工业、家用电器等领域，连接器全球市场规模近 700 亿美元，现已发展成为电子信息基础产品的支柱产业之一。

（一）连接器的分类

连接器根据电子设备内外连接的功能、互连的层次可分为：

- （1）芯片封装的内部连接用连接器；
- （2）IC 封装引脚与 PCB 的连接用连接器，典型产品如 IC 插座；
- （3）印制电路板与导线或印制电路板的连接用连接器，典型产品如印制电路板连接器；
- （4）底板与底板的连接用连接器，典型产品如机柜式连接器；
- （5）设备与设备的连接用连接器，典型产品如圆形连接器。

根据连接器的技术特点，连接器又可分为应用型连接器和标准型连接器。应用型连接器主要包括汽车连接器和军工连接器，应用型连接器基本按需定制，对连接器厂商的设计能力要求较高；标准型连接器设计较为固定，一个型号连接器通常可在多个地方使用，该类连接器厂商对批量生产下的成本控制和质量控制要求较高。

按应用形态和技术特点：连接器有用于消费电子等领域的电信号连接器（低电压弱电流）、射频连接器（无线、同轴等）、用于新能源车等应用的电气连接器（高压大电流）、用于光信号传输的光纤连接器、用于液冷等流体传输的流体连接器等

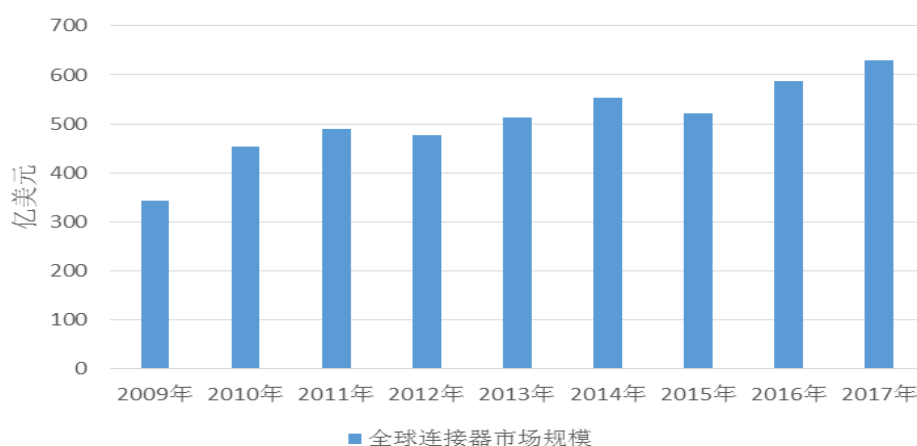
连接器行业具有抗周期性强、与下游产业增速同步等特点，受消费电子、新能源汽车与自动驾驶、物联网应用、数据中心建设、5G 建设临近、传统防务技术升级等进步动力的驱动，连接器行业整体处于增长周期。

（二）连接器行业的市场空间

截至 2017 年，全球连接器市场规模约 630 亿美元，预计 2018 年市场规模接近 700 亿美元。2012~2018 年年均复合增长率达 4.2%。2009-2018 年全球连接器市场规模复合年增长率达 8.05%。

中国已经成为世界上最大的连接器生产基地，制造整体水平迅速提高，市场规模逐年扩大，成为最有发展潜力、增长最快的地区。国内市场规模近 200 亿美元，所占份额已从 2008 年的 20.9%逐步提高至 30%。且随着下游手机、通信、云计算、AI、智能驾驶产业的崛起为本土企业提供了巨大的成长空间。未来有望进一步提升。

图 1：全球连接器市场规模



资料来源：Bishop & Associates，华金证券研究所

（三）连接器产业链全球分布

美国：连接器标准的制定者，在专利、基础技术、设计、应用、市场占有率等方面处于全球领导地位，全球 TOP3 厂商泰科、安费诺、莫仕全部为美国公司，全球连接器市场占有率达到 35%，应用范围覆盖通信、数据中心、汽车、航天军工、医药、消费电子等所有产业。

欧洲和日本：在基础材料上领先（铜合金和塑料材料），具有先进的模具设计、高精度的冲压注塑设备、一流的自动化生产工艺，产品和应用以射频、电气类产品和汽车市场应用为主。

台湾与中国大陆：台湾连接器产业依托电脑代工和精密制造起步较早，近几年在手机产业的带动下已逐步被大陆超越，优势在制造环节、成本低，配套齐全，凭借电脑、手机供应链的突破在中低端的消费电子应用领域市场占有率已超过 50%，龙头厂商已在数据与通信市场有所突破，并努力拓展新能源汽车、自动驾驶汽车等海量连接器市场。

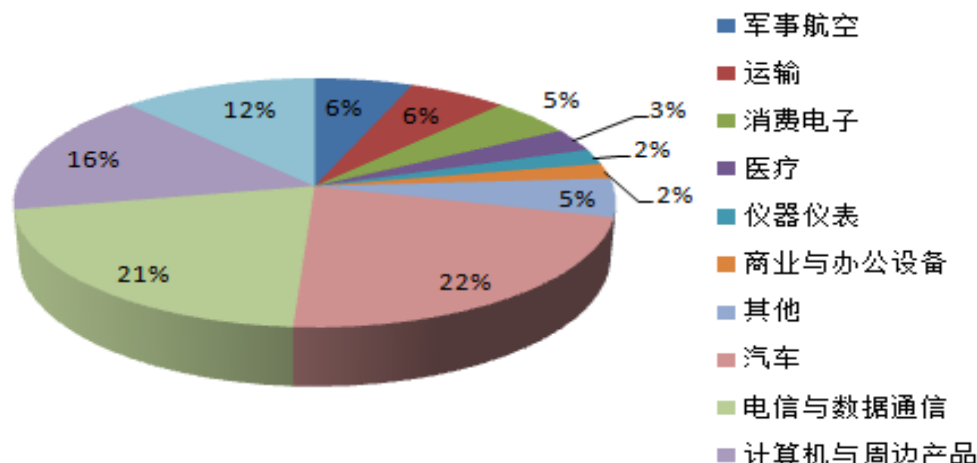
产业格局上，海外龙头产品系列全，技术水平高，产业布局完整，尤其在高端领域占据显著优势。国产厂商有望在国内旺盛需求、国产下游厂商崛起、自主可控、全球产业转移的趋势下，实现高端市场的逐步渗透。

（四）连接器行业市场结构

连接器应用范围非常广阔，汽车、电信与数据通信、消费电子（含电脑、手机、家电等）三大领域占连接器市场的 2/3 以上，预计未来将占到连接器市场的八成以上，国内连接器厂家多以消费电子连接器为主。

新能源汽车、数据与通信领域是、军工航天是连接器市场的高价值市场，技术和质量门槛高，集成度、接口速率、可靠性要求高，产品毛利比较好。

图 2：2014 年全球连接器市场结构



资料来源：Bishop & Associates，华金证券研究所

二、防务连接器行业龙头厂商，业绩持续稳健增长

中航光电专业从事中高端光、电、流体连接器及相关设备的研发、生产、销售与服务，并提供系统的互连技术解决方案，产品广泛应用于航空、航天与防务领域，以及通讯与数据传输、新能源汽车、轨道交通、消费类电子、工业、能源、医疗、智能装备与机器人等民用高端制造领域。

（一）防务连接器领域领导者，业绩规模持续扩大

目前公司业务按照产品类型区分主要有连接器、光器件及光电设备、线缆组建及集成产品和流体、齿科及其他产品四大业务线，在稳固军品市场龙头地位同时，不断拓展民品市场，在通讯、新能源汽车、轨交领域取得亮眼表现，拥有行业内头部客户资源。

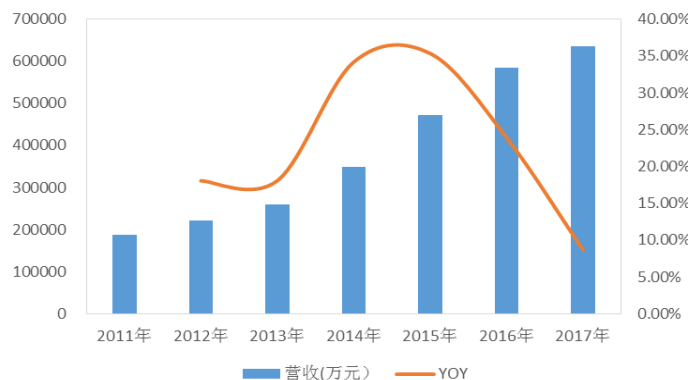
图 3：公司主要产品系列

产品类别	代表产品系列	产品图示	应用领域
连接器	GJB2899 系列：微矩形电连接器；SMA 系列射频同轴连接器；H2 系列连接器；圆形滤波连接器；YW 系列；		广泛用于航空、航天、船舶、兵器、电子等军事领域；各类通讯设备、新能源汽车、轨道交通、石油勘探及其他电子设备系统
光器件及光电设备	J599A6 系列光纤连接器；GYM 系列光缆连接器；小型化 12 路并行发射光模块；射频微波系列；以太网系列；有源光缆组件系列；		广泛用于航空、航天、兵器、船舶、电子等军事系统；各种并行传输领域及医疗、通讯领域
线缆组件及集成产品	NDQC 快充插座系列；高压互锁系列产品；BX3 系列配电箱；BX3 新能源汽车辅助源控制器；机载标准安装架；		应用于新能源汽车及机载、弹载、车载、舰载等防务领域
流体、齿科及其他产品	TSA 系列卡口式流体连接器；TSF 系列盲插式流体连接器；X-CERA TT 特透瓷块。		可用于航空、航天、舰船、兵器、电子、通信、电力、高速机车及医疗领域等

资料来源：公司公告，华金证券研究所

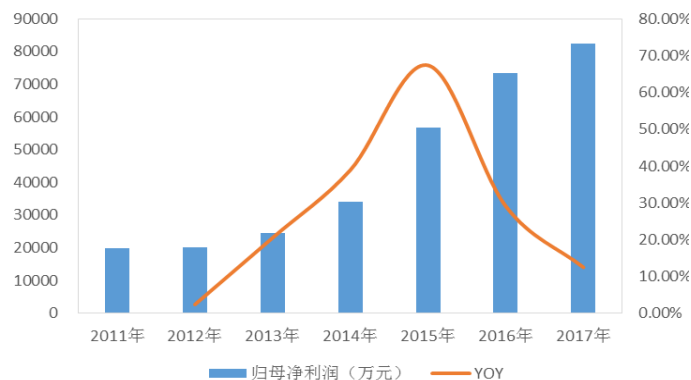
随着国防预算投入的增加、通信产业的快速发展及新能源汽车产业的增长，公司凭借在行业的技术优势及产品创新优势，收入规模不断增加。

图 4：2011 年-2017 年公司主营业务收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

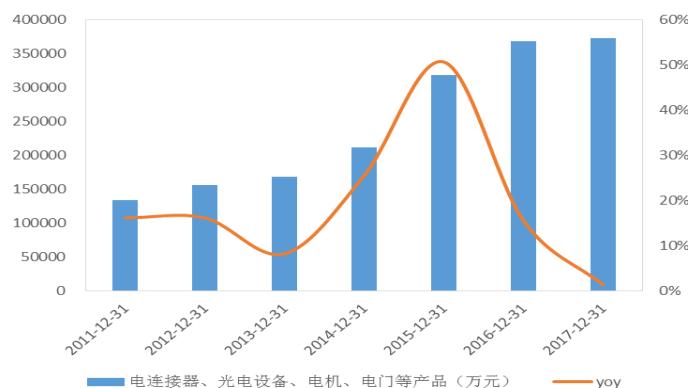
图 5：2011 年-2017 年以来公司归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

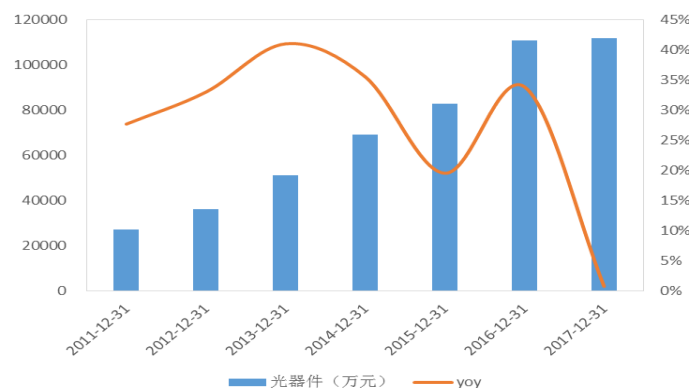
2017 年公司电连接器、光电设备、电机以及电门产品实现收入 372234.76 万元，同比增长 1.33%，光器件实现收入 111679.43 万元，同比增长 0.77%。

图 6：公司 2011 年-2017 年连接器业务收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

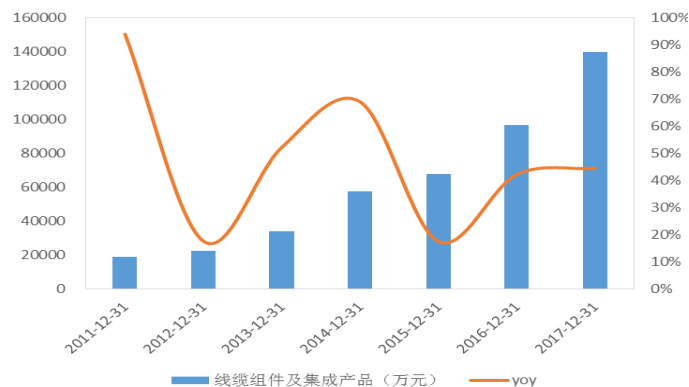
图 7：公司 2011 年-2017 年光器件业务收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

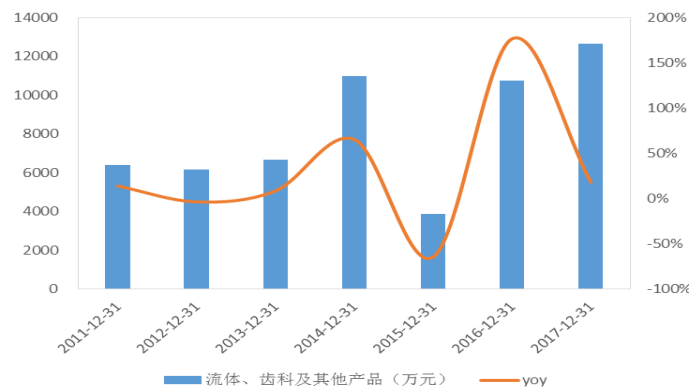
同时，线缆组件及集成产品 2017 年实现收入 1396,12.89 万元，同比增长 44.57%，流体、齿科及其他产品实现收入 12654.23 万元，同比增长 17.96%。

图 8：公司 2011 年-2017 年线缆组件及集成产品业务收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：公司 2011 年-2017 年流体、齿科及其他业务收入及增速

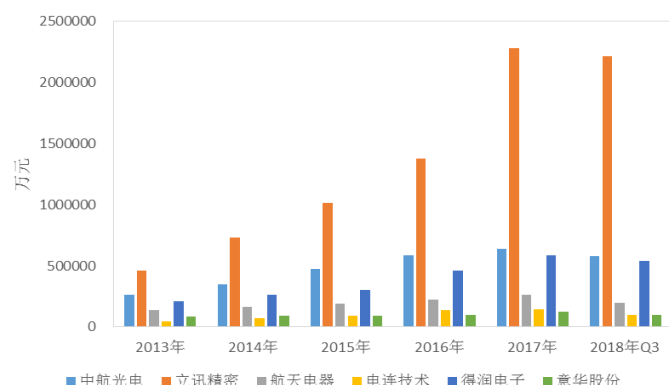


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司是国内唯一同时具备光、电、流体连接器及集成化技术研发和生产的专业化企业，也是全球第二大、国内第一大的防务连接器生产商，拥有完整的连接技术研发、制造、检测试验体系，

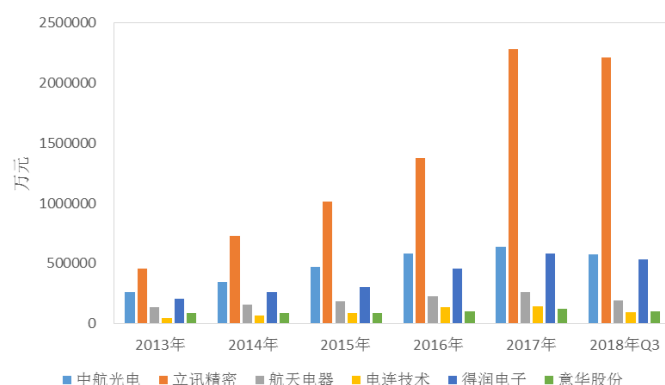
可全面提供军民领域连接技术解决方案从 A 股上市同行业公司营收和利润规模看，公司位列第一梯队。

图 10: A 股主要连接器厂商收入规模对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: A 股主要连接器厂商利润规模对比

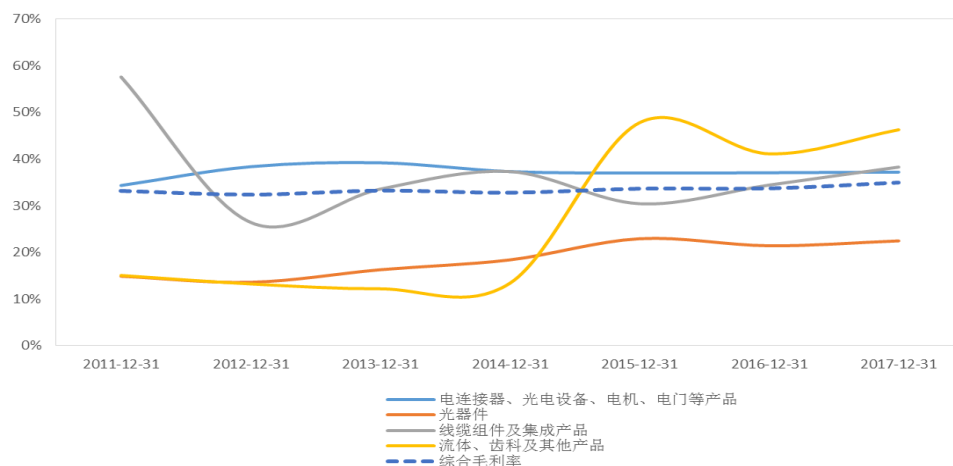


资料来源: Wind, 华金证券研究所

（二）盈利能力稳中向好，现金流表现受下游回款情况影响波动

公司连接器、光器件、线缆组件各产品线毛利率近年来毛利率波动性较小，且对毛利贡献较大，因此公司整体毛利率波动性较小，保持在 30% 以上。

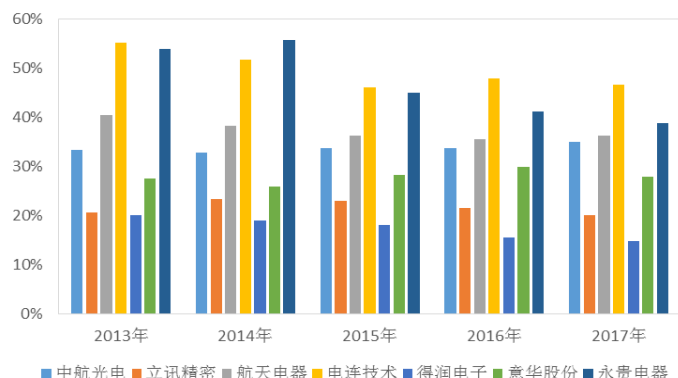
图 12: 公司 2011 年-2017 年业务毛利率走势



资料来源: Wind, 华金证券研究所

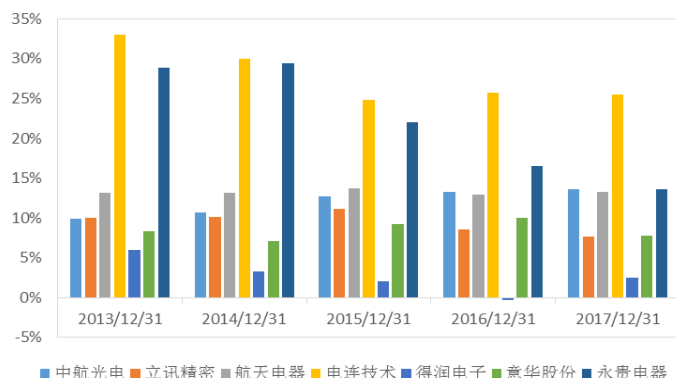
同行业比较看，由于各连接器厂商所在细分领域不同，产品性质、竞争态势差异较大，所以各公司毛利率水平有较大不同，公司则处于同行业公司的中上水平，主要是公司连接器产品用于航空、航天、舰船、兵器等防务领域，产品以小批量、多批次的定制化产品为主，产品综合毛利率较高。净利率方面各公司表现与毛利率类似，同时中航光电公司净利率逐年稳步有所提升，相比同行业表现更为稳健。

图 13: A 股主要连接器厂商毛利率对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: A 股主要连接器厂商净利率对比



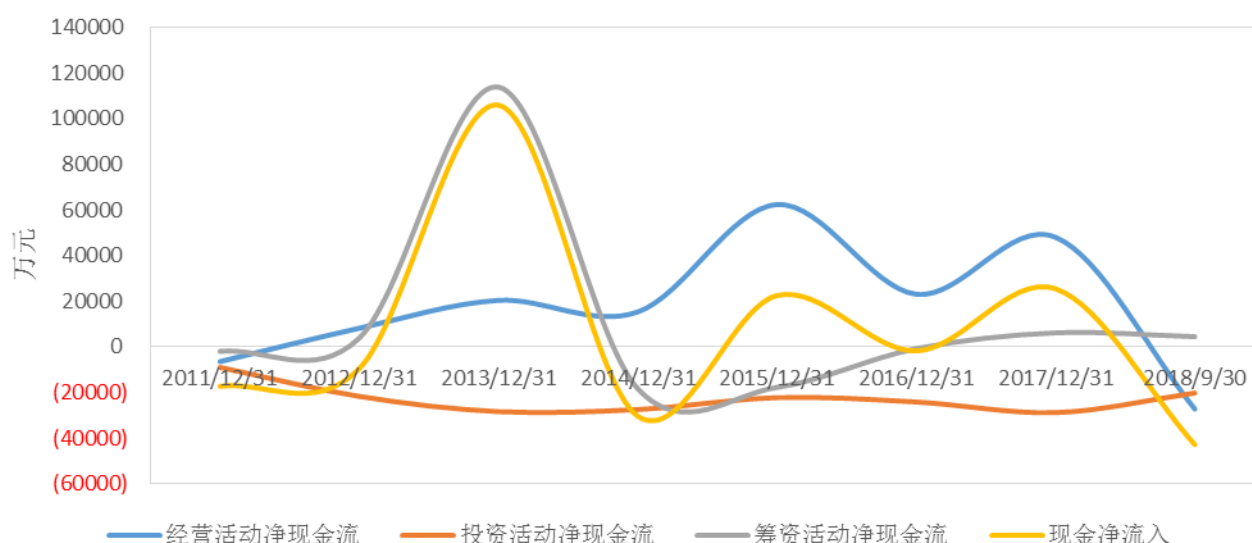
资料来源: Wind, 华金证券研究所

现金流表现方面，公司历年经营性现金流表现稳健，其波动主要受下游国防预算、订单增速各年差异影响，如 2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 62,365.39 万元，主要是当年防务产品订单整体回款周期缩短所致。2017 年度经营活动产生的现金流量净额为 48,009.14 万元，较 2016 年度增幅较大，主要是公司在 2017 年销售规模较 2016 年增加 8.66% 的同时，销售商品、提供劳务收到的现金也增加 7.83%，但购买商品、接收劳务支付的现金减少 1.39% 所致。

2018 年 1-9 月经营活动产生的现金流量净额为 -27,189.68 万元，经营活动产生的现金流量净额为负，主要是军工行业回款存在明显的季节性特征，公司回款多集中在第四季度及春节供应商货款较为集中支付所致。

公司投资活动的现金流出主要是满足公司的发展需要，用于构建在建工程、固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金、投资支付的现金以及取得子公司及其他营业单位支付的现金净额。筹资活动波动则主要与公司各年度借款、偿还债务活动相关。

图 15: 2011 年-2017 年公司现金流表现

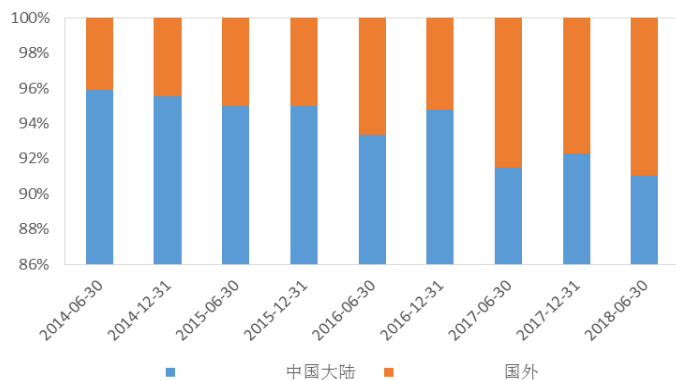


资料来源: Wind, 华金证券研究所

（三）海外市场打开数据中心市场，业绩提升稳扎稳打

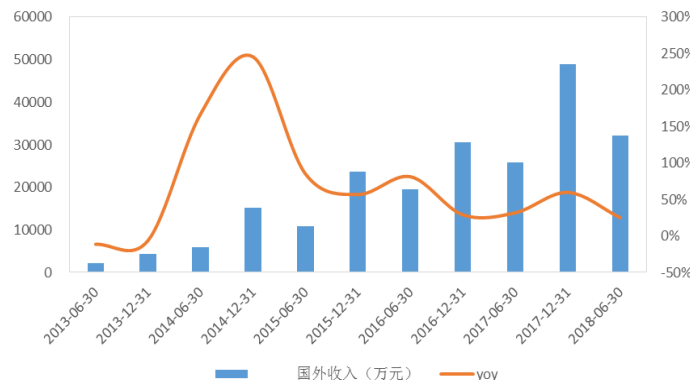
国际业务开拓布局方面，公司在加强海外营销渠道建设，打开了美国数据中心市场，进入国际通信巨头供应链，海外收入增长良好，2018年上半年实现收入 3.22 亿元，同比增长 25.08%，略高于国内收入增速（17.58%），占总收入比重 8.99%，相比去年同期继续提升。

图 16：公司国内外收入占比情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：公司海外收入规模及增速



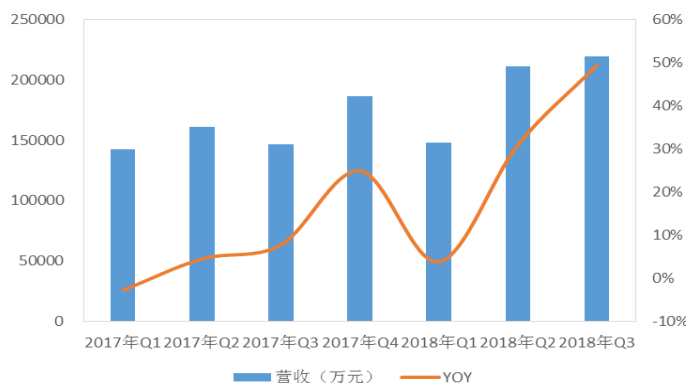
资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）2018 年增长保持向好态势，Q4 或迎利润释放

2018 年前三季度实现收入 57.75 亿元,同比增长 28.34%,实现归母净利润 6.97 亿元,同比增长 10.75%，第三季度营收同比增长 49.31%，归母净利润同比增长 23.42%，相比前两季度增速提升，态势向好。

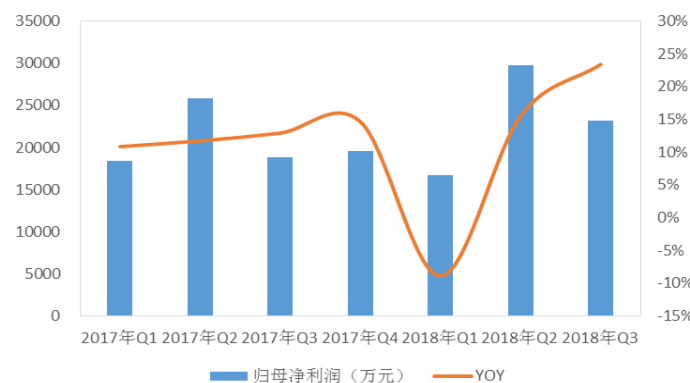
分项业务看，2018 年上半年，公司电连接器、光电设备、电机、电门等产品实现收入 20.92 亿元，同比增长 8.28%，毛利率为 38.40%，同比变动-1.3 个百分点；光器件业务实现收入 7.38 亿元，同比增长 42.93%，主要是 4G 扩容需求明显，毛利率为 19.51%，同比变动-3.61 个百分点；线缆组件及集成产品实现收入 6.35 亿元,同比增长 19.02%，毛利率 34.46%,同比变动 3.6 个百分点；此外，流体、齿科及其他产品实现收入 1.20 亿元,同比增长 135.37%。

图 18：公司单季度营业收入及同比增长情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19：公司单季度归母净利润及同比增长情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

整体而言，18 年前三季度公司利润增速弱于收入增速，主要是期间新能源车、通讯等民品销售增速较快，防务产品比重下降，业务结构变化及部分市场竞争加剧使得毛利率略有下降。预计第四季度随着军品订单集中释放，及公司内部降本控制加强，利润增速将有明显改善。

三、受益民品市场新能源车增长与 5G 建设，防务龙头将迎新 一轮成长机遇

据 Bishop Associates 数据显示，全球连接器规模从 1980 年的 86 亿美元增长到 2016 年的 544 亿美元，年复合增长率为 5.26%。预计 2017 年全球连接器市场规模将达到 630 亿美元，2016 至 2021 年全球连接器行业的复合增长率将达到 5.30%。

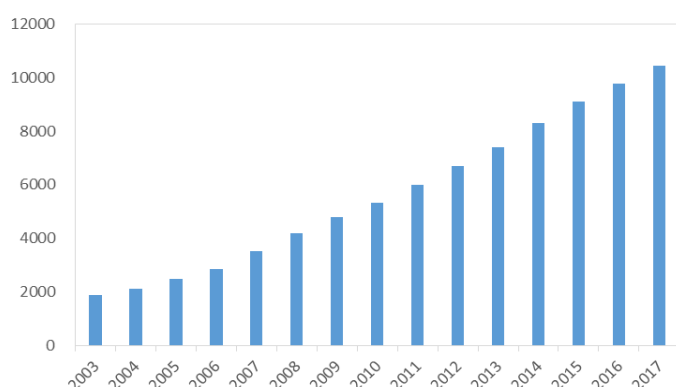
公司的连接器产品涵盖了光纤连接、射频同轴连接、高压大电流连接、流体连接和线缆等领域，相比消费领域，准入资质、可靠性、精密度、连接速率等要求更高，作为核心部件被轻易替换的可能性较低，有利于保持长期稳定的伙伴关系，并且在新能源车、5G 发展大趋势下，公司作为国内防务龙头有望迎来新一轮增长。

（一）军费持续投入，防务连接器龙头稳定增长

军费是决定军工行业景气扩张的基础，是军企业绩的根本来源。根据军队建设发展“十三五”纲要，2020 年军队要基本实现机械化，且信息化建设要取得重大进展，国防建设补短板的需求十分迫切。随着 2017 年裁军完毕，军费投入将更多向武器装备建设领域倾斜，新型武器的研发和列装将得到有力保障。

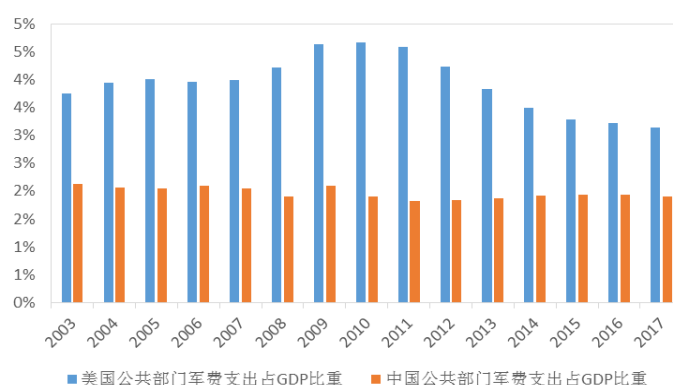
美国总统特朗普将 2018 财年美国国防预算提高 540 亿美元，较 2017 财年相比增长 9%，日本军费预算也连续 5 年创新高。在美日重启军费扩张通道的同时，我国面临的安全形势严峻。军费投入增长趋势预计将持续。

图 20：中国公共财政支出国防预算（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 21：中美公共部门军费支出占 GDP 比重



资料来源：Wind，华金证券研究所

随着军费投入持续快速增长，武器装备更新换代需求加速释放，军用连接器市场也将快速扩张。军用连接器主要用于航空、航天、舰艇、导弹、地面兵装等，无论是陆海空武器系统、军事

通讯设备，还是发动机、机载设备等系统，内部复杂度和集成化程度都较高，对连接器需求数量也比较大。

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，复合增长率将达到 11.4%。公司作为国内航天航空、防务领域连接器龙头厂商，有望持续受益，军品订单与收入将保持稳健增长态势。

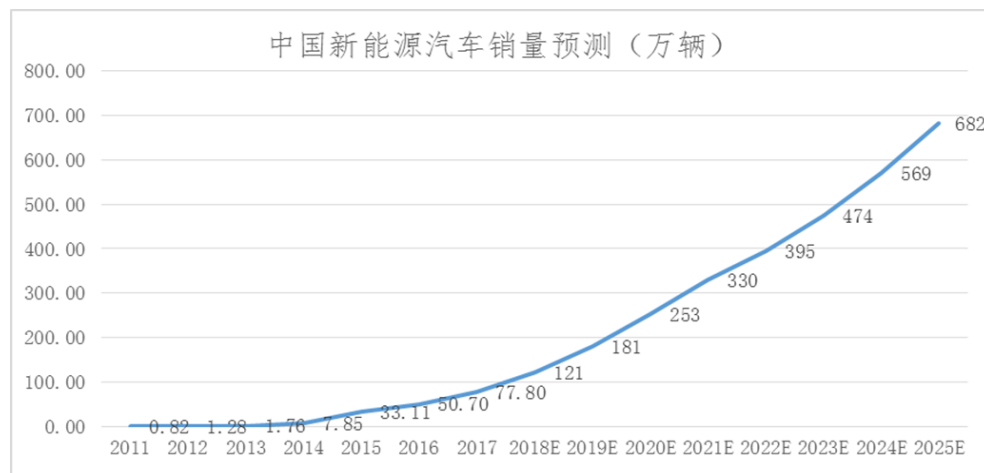
（二）新能源化、自动化带动汽车连接器数倍市场空间，公司市场份额遥遥领先

1、新能源化、自动化带动汽车连接器市场倍增机遇

汽车是连接器消费领域占比最高的行业，据 Bishop Associates 的数据显示，该领域市场份额达 20%以上。2015 年，全球汽车连接器市场规模约为 700 亿元，国内汽车用连接器市场规模超过 200 亿元，而随着新能源汽车的推广，新能源汽车用连接器占整个汽车连接器市场规模的比例将逐渐增加。

自双积分等政策发布，国内新能源汽车产销全面增长。根据中汽协数据，2018 年 1-11 月中国新能源汽车销售 103 万辆，同比增长 68%，全年有望达到 120 万辆，未来 5 年，我国新能源汽车将继续保持规模化高速增长。

图 22：中国新能源汽车销量预测（万辆）



资料来源：中汽协，华金证券研究所

同时，以智能汽车为代表的新一代汽车产品在动力、控制、传感、安全等系统中使用了更多的电子零部件，对连接器需求的数量随之增长。目前，汽车用连接器有一百多种，一辆汽车所用到的连接器数量约为 300 至 500 个，预计未来每辆轿车将使用超过 800 只连接器，单车使用量数量提升 60-160%。且为适应不断丰富车载娱乐、不断提高的网络传输和安全等需求，连接器产品性能也需相应提升。

未来可以看到新能源车销量、单车连接器使用量及连接器性能均在上升通道之中，相应带动的是数倍增长连接器市场空间。

2、公司新能源车市场份额遥遥领先，海外市场有望不断突破

传统汽车为弱电，而新能源汽车的需求为高电压、大电流的连接器，传统连接器厂商的转型难度较大，公司基于军品技术，在新能源车连接器领域有近 10 年的积累，与奇瑞、江淮、比亚迪、宇通、中通等自主品牌车企和龙头电池企业宁德时代、国轩高科有着长期深度合作，市场份额国内第一。

虽然目前合资品牌新能源车多在海外研发，采用国外品牌连接器，公司当前客户以国产自主品牌为主，但公司积极拓展国际市场，而随着公司新技术产业基地项目建设将提升公司整体研发实力、制造能力、检测能力，为公司进入国际市场奠定基础。

我们认为随着国内新能源车市场迅速发展及海内外新客户扩展，预计公司新能源汽车连接器业务将保持快速增长。

图 23：公司新能源车连接解决方案



资料来源：公开信息，华金证券研究所

（三）通信连接器核心供应商，有望持续受益 5G 建设周期

1、5G 建设周期降至，通信连接器需求稳步向上

连接器在通信及数据传输上的应用在网络设备、无线网络基础设施、电缆设备等方面，在通信设备中的价值占比约 3~5%，在一些大型通信设备中价值占比超过 10%。

移动互联网发展迅猛,全球数据流量快速增长,促进了网络设备和移动终端市场的持续扩大,使得通信及数据传输用连接器获得了快速的发展。2012 年-2014 年,全球通信与与数据传输用连接器的市场规模从 78.43 亿美元增长到了 107.60 亿美元,增长了 37.19%,显著高于整体市场增速,占比从 2012 年的 16.67%提高到 2014 年的 20.36%,成为连接器的第二大应用领域。

图 24: 数据与通信设备主要类型

设备类型	图例	无线通信	固定通信	数据设备	配套电源
框式设备		基站控制器、微波控制器	核心网EPC、核心路由器、波分、PTN、框式LSW、XPON OLT、网管设备	服务器、存储、LSW	电源柜
盒式设备		小基站、Wifi AP、NB-IoT网关	盒式LSW、XPON MXU、微波 (ATN)、ODN、高清解码器	盒式LSW	盒式电源、逆变器
边缘接入及终端设备		基站天线、微波天线、FemtoCell、CPE、NB-IoT终端等	ONT、机顶盒、DSL网关、Wifi路由器、视频电话、IP电话、网络摄像机		
模组等		光模块、NB-IoT模组、滤波器、连接器等	光模块、摄像模组、SSD、连接器等	光模块、SSD、连接器等	电源连接器

资料来源: 公开信息整理, 华金证券研究所

5G 商用有望在 2020 年正式开启,产业链整体将迎新一轮景气周期。连接器作为基站射频系统、控制器、网络交换机、模组终端等应用的重要上游,需求景气向上。考虑到 5G 建设周期预期相比 3G/4G 更长,且连接器应用场景广泛,我们认为连接器需求在 5G 建设过程中将呈现持续、稳定的可观增速。

2、通信连接器核心供应商, 5G 商用产品已经先行

公司通信领域连接解决方案覆盖天馈系统、小基站、数据中心等诸多场景,并在全球主要的通信设备厂商拥有份额,包括入选华为 2018 年 92 家核心供应商,作为中兴通讯核心供应商获得最佳技术创新奖等,并且公司配套三星等客户,为韩国 2018 年 12 月宣布的全球首个 5G 商用项目中提供整套光、电连接解决方案。

图 25：中航光电通信与数据中心连接解决方案



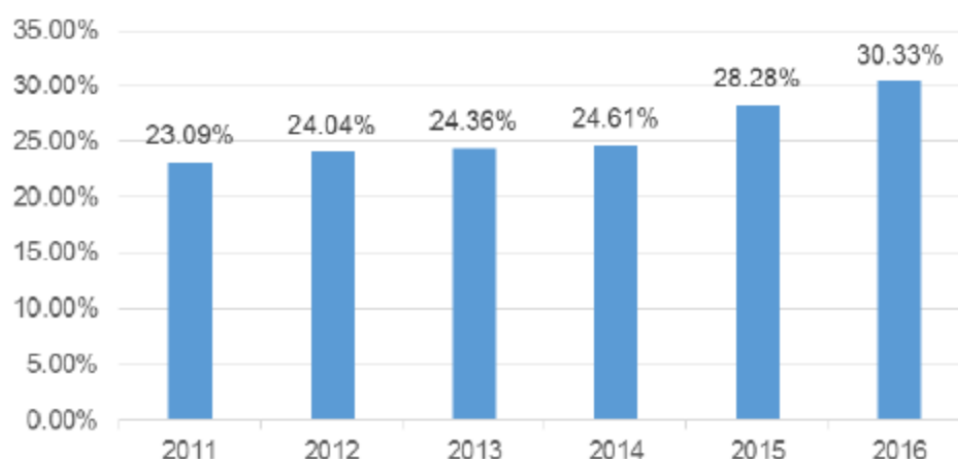
资料来源：公司官网信息整理，华金证券研究所

四、高端布局领先同行，高速背板、液冷业务增量可期

（一）中国连接器市场崛起，公司领先国产厂商高端领域突破

随着北美和欧洲将工厂及生产活动转移至亚太地区，以及亚太区消费电子、移动设备和汽车领域的兴起，中国已逐渐成为全球连接器最重要的市场之一。2016 年中国连接器市场规模约为 165 亿美元，占据全球市场份额超过 30%。据 Bishop Associates 数据显示，未来我国连接器市场规模仍将保持较高的增速水平，预计 2018 年国内连接器规模将达到 179.94 亿美元，2015-2020 年年复合增长率将达到 10.90%。

图 26：中国连接器占全球市场比重



资料来源：connectorsupplier, bishop.com 华金证券研究所

目前我国连接器发展正处于生产到创造的过渡时期，国产厂商整体水平在高端连接器领域仍较大幅度落后于国际巨头。与此同时，汽车车、通信及数据传输、计算机及周边设备、工业、军

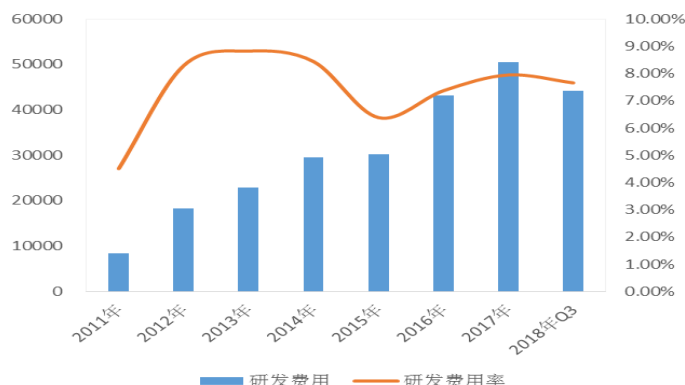
工航空等领域需求巨大，高价值、高端连接器市场增长快速，在贸易摩擦、产业转移的大趋势下，高端领域的国产替代刻不容缓。

公司作为国内连接器龙头企业，技术力量雄厚，拥有国家级技术中心，河南省工程技术研究中心。截至2018年6月30日，公司拥有技术人员2,801人，大学本科以上学历人员3,846人，2018年1-6月研发投入占营业收入的比重为7.29%，公司研发费用率在同行业公司中一直处于较高水平。

长期的研发投入和人才积累助力公司在高端市场布局实现突破，其中公司研发的光柔板技术已进入国际前沿行列；56Gbps高速连接器项目已中标国家工业强基工程；公司成功参与超级计算机液冷系统研制；在多领域开展业务延伸推动公司集成互连技术发展；公司突破智能自动布纤技术，已掌握大路数光纤柔性板制造工艺；公司研发的抗拉力深水密封连接器、TSN大通径流体连接器、弹载组合电子舱体、大型车载远程测发控光电变换装置等100余项技术或产品被认定为国际先进或国际领先水平。

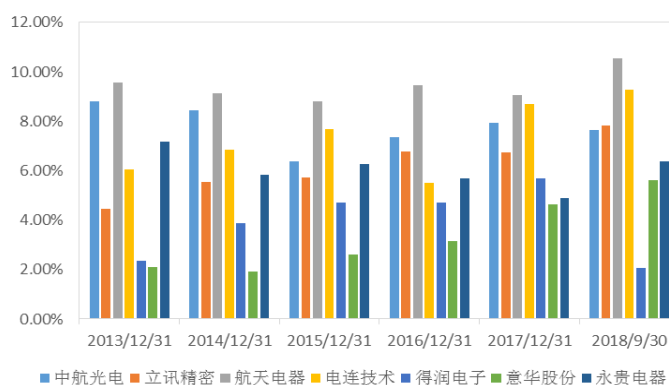
公司注重原创技术和光电技术基础研究，重点开展各项关键基础技术研究工作，开发的新产品达到国际水平，并在一些替代进口产品上填补了国内空白，具有较高的技术含量和附加值。

图 27：公司研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 28：同行业公司研发费用率对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

2018年公司完成可转债资金募集事项助力发展，募集资金主要投向新技术产业基地项目、光电技术产业基地项目（二期）。

新技术产业基地项目总投资102430.00万元，拟扩大相关产品生产规模，重点开发生产高技术含量、高附加值的液冷产品、光有源及光电设备产品、高速背板产品及VPX系统产品、新能源电动汽车电子产品等，项目建设期三年，建成后第一年生产负荷60%，第二年生产负荷90%，以后年份生产负荷100%，达产后预计实现销售收入137500.00万元。

光电技术产业基地项目（二期）项目总投资83273.00万元，主要包含特种连接器、深水领域用连接器、宇航领域用连接器、集成互连系统、核电连接器、光缆及电缆组件、医疗领域用连接器及组件等七大类产品。项目建设期三年，建成后第一年生产负荷60%，第二年生产负荷80%，以后年份生产负荷100%，项目建成达产年实现销售收入100320.00万元。

表 1：可转债投资项目产能预期

产品类型	产能（万套/年）
------	----------

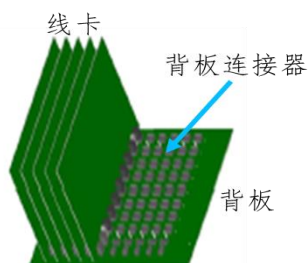
产品类型	产能（万套/年）
新能源电动汽车产品	354.7
液冷类产品	10.6
光有源及光电设备	0.6
高速背板产品	0.16
VPX	0.11
特种连接器	406
光缆及电缆组件	45
集成互连系统	0.5
深水领域、宇航领域、核电领域、医疗领域连接器产品	6.3

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）高速背板连接器市场的稀缺性国产厂商，受益行业需求增长与国产替代双重红利

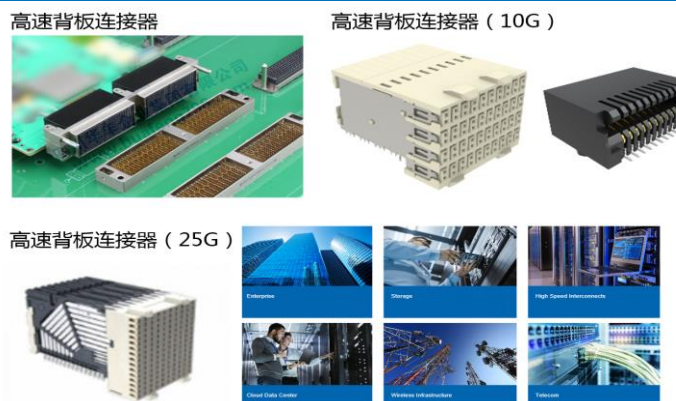
高速背板 PCB 一般不存在或只有较少的有源器件（芯片、电源等），主要由 PCB、连接器和简单的阻容器件构成，背板是为系统内的各类子卡提供信号连接、为系统电源提供接口、与机箱结构配合，对各个子卡或模块起到辅助物理支撑的硬件部件。因此信号速率、接口密度、机械强度等是高速背板连接器选型的关键，较高技术门槛和市场规模使得该市场成为连接器的高价值市场。

图 29：背板连接器示意图



资料来源：网络公开信息，华金证券研究所

图 30：高速背板连接器的产品示意图



资料来源：网络公开信息，华金证券研究所

高速背板连接器性能要求最高的首先是通信设备（如骨干和城域网传输设备、高端核心路由器、基站控制器等）、其次是 IT 行业（如服务器、存储、以数据中心以太网交换机、高性能计算机等），一般是定制化开发，需要与客户协同设计，因此门槛较高。

市场上通用的速率仍是 10Gbps, 25-56 Gbps(PAM-4) 已经兴起, 未来将可扩展至 56 Gbps (NRZ) 甚至 112Gbps。

5G RAN、100G/400G 光传输设备、核心路由器、服务器、存储、100G/400G 以太网交换机、汽车 ADAS 等系统设备拉动 25G/56G 等高速背板连接器的需求将随着 5G 建设、虚拟化趋势和数据中心流量的增长而持续增长。

图 31：高速背板连接器发展趋势



资料来源：网络公开信息，华金证券研究所

公司 56Gbps 高速连接器项目已成功中标国家工业强基工程，产品技术水平达到国际先进，民品应用方面也已实现主要客户认证突破，技术研发、产业化进度及客户突破情况明显领先于国内同行，有望分享行业增长及国产替代双重红利。

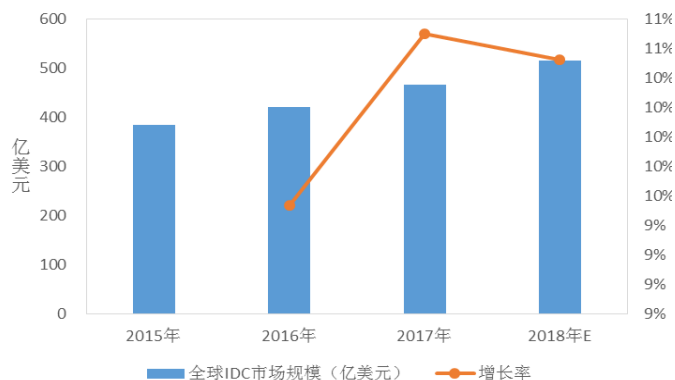
（三）依托军品技术基础，液冷系统实现数据中心客户突破

目前，为适应技术的快速发展，军民各领域开始逐步采用液冷技术，并加速实现国外产品替代。

军用领域，随着航空、航天、船舶、兵器等防务领域的急速发展，军用武器装备的集成化程度越来越高，电子设备发热功率急剧增加。同时，现代机载设备需要承担通信、导航、侦查、预警、火力控制、电子对抗，飞行控制等多项任务，军用装备中电子设备数量和复杂程度也在大幅增加设备的热功率也不断增大。为适应技术的快速发展和产品国产化需求，各领域开始逐步采用液冷技术。目前，公司应用于军品的液冷技术产品已实现规模订单。

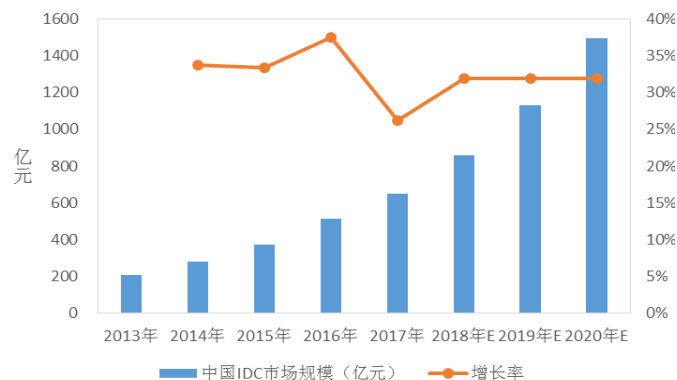
数据中心民品领域，数据中心作为云计算、人工智能、大数据发展的基础设施，其中放置大量网络、IT 电子设备。2017 年全球数据中心市场规模近 465.5 亿美元（仅包括数据中心基础设施租赁收入，不含云服务等收入），相比 2016 年增长 10.7%，预计 2018 年可达 514 亿美元。国内，受益于互联网+、大数据、数字经济等国家政策指引以及移动互联网的快速发展，我国 IDC 市场实现连续高速增长，据信通院数据，2017 年我国 IDC 全行业实现收入 650.4 亿元，并且未来将继续保持快速增长，预计到 2020 年市场近 1500 亿元。

图 32：全球 IDC 市场规模及增速



资料来源：CAICT，华金证券研究所

图 33：中国 IDC 市场规模及增速预测



资料来源：CAICT，华金证券研究所

目前国内 IDC 机房主要采用风冷技术，未来随着对节能环保及降低成本、提高性能等因素的考量，液冷技术有望在 IDC 建设中得到普及。相应液冷技术应用普及空间巨大。据 Research And Markets 预测，到 2023 年，全球液冷数据中心市场规模将达 45.5 亿美元，年复合增长率将达 27.7%。

目前公司的液冷系统依托军品技术和泰兴公司的液冷源，已实现龙头企业的突破。相对海外厂商，公司产品具有较大成本优势。随着新技术产业基地的建成，公司将新增 10.6 万套/年的液冷产品产能，有望成为公司业绩重要增量部分。

五、投资建议

在航空航天及防务业务方面，国家军费投入将持续增长，公司作为行业龙头，不断精耕细作，相关订单保持良好增长态势。

在国内非航空民品业务开拓方面：通讯市场，紧跟通讯 5G 项目，光、电系列产品陆续通过重点客户样品测试；高速产品取得了主要客户供货资格并形成小批量订货，同时数据中心市场开拓顺利。新能源车市场：公司积极应对新能源汽车补贴政策退坡的影响，在巩固和提升现有市场占有率的基础上，布局智能互联网汽车、物流车市场并取得重大突破。轨交领域则实现了标准化动车组全面配套，成功助力国产高铁“复兴号”运行。

国际业务方面，公司加强海外营销渠道建设，打开了美国数据中心市场，进入国际通信巨头供应链，欧标充电枪成为平台车型整车高压互连系统的独家供应商，打破医疗领域专利壁垒，初探国际民机市场。

公司在军民各细分市场开拓顺利，所在各连接器细分行业需求积极向上，业绩的稳定增长可期，且公司定位高价值、高端市场，且产品技术突破领先同行，有望逐步打破国际巨头在高端领域的垄断地位，依托国内广阔的通信、汽车、消费电子连接器市场，以及公司在海外市场大力拓展，看好长期公司行业地位的进一步提升。

基于以下假设，我们预测公司 2018 年-2020 年将实现主营业务收入 79.95 亿元、103.27 亿元和 133.74 亿元，实现归母净利润 9.63 亿元、11.50 亿元和 14.80 亿元，EPS 为 1.22、1.45 和 1.87 元，对应 33、27、21 倍动态 PE。

- 1) 公司所在的航空航天和防务、新能源车、通讯等主要连接器细分领域需求保持景气；
- 2) 公司内部管理、降本措施落实到位，有效应对新能源车等高度竞争行业降价趋势，业务毛利率能够保持平稳态势；
- 3) 公司新能源车、通讯等领域新客户开拓顺利；
- 4) 公司募投项目有序推进，产能有序扩张，高速背板、液冷系统等新产品研发与产业化进展顺利；
- 5) 各项期间费用随着业务扩张有序稳步增长。

表 2：公司分项业务收入及毛利率预测

	2017 年	2018E	2019E	2020E
营业总收入	636181.31	799454.97	1032690.80	1337388.98
电连接器、光电设备、电机、电门等产品	372234.76	446681.71	558352.14	697940.18
光器件	111679.43	139599.29	175895.10	221627.83
线缆组件及集成产品	139612.89	195458.05	273641.26	383097.77
流体、齿科及其他产品	12654.23	17715.92	24802.29	34723.21
增速	2017 年	2018E	2019E	2020E
总收入	8.66%	25.66%	29.17%	29.51%
电连接器、光电设备、电机、电门等产品	1.33%	20%	25%	25%
光器件	0.77%	25%	26%	26%
线缆组件及集成产品	44.57%	40%	40%	40%
流体、齿科及其他产品	17.96%	40%	40%	40%
毛利率	2017 年	2018E	2019E	2020E
综合毛利率	35.04%	32.38%	31.45%	30.96%
电连接器、光电设备、电机、电门等产品	37.21%	35.00%	34.00%	33.00%
光器件	22.47%	20.00%	19.00%	18.00%
线缆组件及集成产品	38.29%	35.00%	34.00%	34.50%
流体、齿科及其他产品	46.28%	35.00%	34.00%	33.50%
净利润	82535.08	96332.61	115037.47	147986.35
YOY		16.72%	19.42%	28.64%

资料来源：Wind，华金证券研究所

对比主要同行业公司目前估值情况，考虑下游旺盛需求、公司军工领域连接器龙头地位及在通讯、新能源车等高价值领域突破的稀缺性，我们维持公司买入-A 评级。

表 3：同行业公司估值情况

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
002475.SZ	立讯精密	14.14	581.81	0.61	0.85	1.10	23	17	13
300351.SZ	永贵电器	8.08	31.08	0.55	0.70	0.86	15	12	9
300679.SZ	电连技术	28.12	60.74	1.68	2.16	3.01	17	13	9
002179.SZ	中航光电	33.93	268.37	1.22	1.45	1.87	28	23	18

资料来源：wind，截至 2019 年 1 月 2 日收盘价，华金证券研究所

六、风险提示

军品免税政策变化，使得公司防务业务增长不及预期；

公司新产品研发进度或结果不及预期，或公司在关键客户的份额下滑或流失，都将使得公司未来在关键行业的收入增长不及预期；

中美贸易摩擦加剧，对公司产品出口的产生不利影响，使得公司海外业务增长不及预期；

竞争加剧、产品降价，公司新能源车等产品毛利率下降超过预期，使得公司盈利增长情况不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,854.8	6,361.8	7,994.5	10,326.9	13,373.9
减:营业成本	3,878.9	4,132.8	5,405.9	7,079.6	9,233.7
营业税费	29.0	34.1	36.9	51.4	66.6
销售费用	282.0	298.6	325.8	360.3	419.0
管理费用	779.8	855.8	1,045.3	1,392.3	1,801.4
财务费用	23.2	79.8	11.2	44.2	54.0
资产减值损失	51.0	75.2	53.1	59.8	62.7
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	28.4	34.4	28.0	30.3	30.9
营业利润	839.4	968.3	1,144.2	1,369.6	1,767.2
加:营业外净收支	50.2	8.1	25.6	25.1	25.0
利润总额	889.6	976.4	1,169.8	1,394.7	1,792.2
减:所得税	113.1	110.0	152.1	181.3	233.0
净利润	733.8	825.4	963.3	1,150.4	1,479.9

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,403.9	1,648.1	1,998.6	2,581.7	3,343.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	2,177.3	2,956.8	3,616.5	4,300.8	5,209.5
应收票据	1,627.6	1,786.0	1,931.3	2,371.5	2,829.4
预付帐款	62.0	55.1	151.4	87.9	221.0
存货	1,278.2	1,337.6	1,815.8	2,117.3	2,807.3
其他流动资产	22.3	42.1	24.5	29.6	32.1
可供出售金融资产	-	6.1	2.0	2.7	3.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	88.8	99.6	99.6	99.6	99.6
投资性房地产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产	1,392.9	1,413.7	1,387.9	1,362.7	1,354.3
在建工程	114.4	280.2	304.2	323.3	268.3
无形资产	223.9	205.5	180.8	156.1	131.4
其他非流动资产	118.1	198.7	140.0	145.4	155.8
资产总额	8,509.9	10,030.2	11,653.1	13,579.3	16,456.3
短期债务	464.0	530.9	493.5	671.4	885.1
应付帐款	1,437.3	1,831.6	2,124.4	2,516.7	3,023.5
应付票据	879.5	1,178.2	1,313.7	1,439.5	1,894.9
其他流动负债	277.9	739.4	527.1	534.7	700.6
长期借款	180.7	180.7	224.0	401.6	611.2
其他非流动负债	658.2	141.2	480.3	426.6	349.3
负债总额	3,897.5	4,602.0	5,163.0	5,990.5	7,464.7
少数股东权益	505.3	538.6	590.3	652.3	729.9
股本	602.5	791.0	790.9	790.9	790.9
留存收益	3,490.1	4,246.9	5,108.9	6,145.6	7,470.8
股东权益	4,612.4	5,428.2	6,490.1	7,588.8	8,991.6

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	776.5	866.4	963.3	1,150.4	1,479.9
加:折旧和摊销	156.9	165.8	176.6	190.7	208.2
资产减值准备	51.0	75.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	28.1	24.6	11.2	44.2	54.0
投资损失	-28.4	-34.4	-28.0	-30.3	-30.9
少数股东损益	42.7	41.0	54.4	63.0	79.4
营运资金的变动	-724.4	-711.1	-795.8	-882.1	-1,148.3
经营活动产生现金流量	231.0	480.1	381.8	535.9	642.2
投资活动产生现金流量	-240.8	-287.2	-118.0	-130.4	-90.1
融资活动产生现金流量	-7.3	62.0	86.6	177.6	209.6

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	23.9%	8.7%	25.7%	29.2%	29.5%
营业利润增长率	24.1%	15.4%	18.2%	19.7%	29.0%
净利润增长率	29.1%	12.5%	16.7%	19.4%	28.6%
EBITDA 增长率	18.8%	14.1%	14.7%	20.5%	26.5%
EBIT 增长率	20.0%	15.9%	15.6%	22.4%	28.8%
NOPLAT 增长率	20.6%	23.5%	8.1%	22.4%	28.8%
投资资本增长率	21.9%	11.8%	17.1%	14.9%	16.1%
净资产增长率	19.6%	17.7%	19.6%	16.9%	18.5%
盈利能力					
毛利率	33.7%	35.0%	32.4%	31.4%	31.0%
营业利润率	14.3%	15.2%	14.3%	13.3%	13.2%
净利润率	12.5%	13.0%	12.0%	11.1%	11.1%
EBITDA/营业收入	17.4%	18.3%	16.7%	15.5%	15.2%
EBIT/营业收入	14.7%	15.7%	14.5%	13.7%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	45.8%	45.9%	44.3%	44.1%	45.4%
负债权益比	84.5%	84.8%	79.6%	78.9%	83.0%
流动比率	2.15	1.83	2.14	2.23	2.22
速动比率	1.73	1.52	1.73	1.82	1.79
利息保障倍数	37.23	12.52	103.00	31.98	33.74
营运能力					
固定资产周转天数	84	79	63	48	37
流动营业资本周转天数	140	157	151	147	141
流动资产周转天数	376	407	391	367	349
应收帐款周转天数	125	145	148	138	128
存货周转天数	78	74	71	69	66
总资产周转天数	491	525	488	440	404
投资资本周转天数	243	260	237	213	190
费用率					
销售费用率	4.8%	4.7%	4.1%	3.5%	3.1%
管理费用率	13.3%	13.5%	13.1%	13.5%	13.5%
财务费用率	0.4%	1.3%	0.1%	0.4%	0.4%
三费/营业收入	18.5%	19.4%	17.3%	17.4%	17.0%
投资回报率					
ROE	17.9%	16.9%	16.3%	16.6%	17.9%
ROA	9.1%	8.6%	8.7%	8.9%	9.5%
ROIC	21.1%	21.4%	20.7%	21.6%	24.3%
分红指标					
DPS(元)	0.08	0.12	0.12	0.14	0.20
分红比率	8.2%	11.5%	10.1%	9.9%	10.5%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.93	1.04	1.22	1.45	1.87
BVPS(元)	5.19	6.18	7.46	8.77	10.45
PE(X)	42.5	37.8	32.4	27.1	21.1
PB(X)	7.6	6.4	5.3	4.5	3.8
P/FCF	-11,709	91.6	165.0	48.7	36.7
P/S	5.3	4.9	3.9	3.0	2.3
EV/EBITDA	23.6	26.8	23.3	19.2	15.0
CAGR(%)	16.0%	21.6%	19.0%	16.0%	21.6%
PEG	2.7	1.7	1.7	1.7	1.0
ROIC/WACC	2.1	2.1	2.0	2.1	2.4

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn