

航天电器(002025)/国防军工

打造新产能布局新市场, 航天连接器龙头未来可期

评级: 买入(首次)

市场价格: 28.11

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

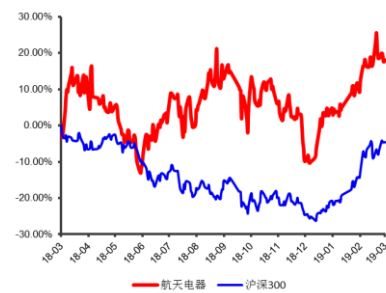
 Email: ljjs@r.qizq.com.cn

研究助理: 李聪

电话: 010-59013903

 Email: licong@r.qizq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	429.00
流通股本(百万股)	428.90
市价(元)	28.11
市值(百万元)	12059.19
流通市值(百万元)	12056.38

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,256	2,612	2,808	3,397	4,151
增长率 yoy%	20.44%	15.77%	7.48%	21.01%	22.18%
净利润	261	311	361	438	535
增长率 yoy%	11.90%	19.28%	16.08%	21.14%	22.19%
每股收益(元)	0.61	0.73	0.84	1.02	1.25
每股经营现金流量	0.56	0.43	0.52	0.72	0.41
净资产收益率	12.11%	13.13%	13.45%	14.52%	14.93%
P/E	46.19	38.73	33.36	27.54	22.54
PEG	2.50	1.96	2.10	1.49	1.14
P/B	5.60	5.08	4.49	4.00	3.36

投资要点

■ **高端元器件标杆, 背靠航天科工业绩亮眼。**公司是军用细分领域连接器的龙头企业, 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, 产品定位高端, 军品业务为主。公司上市以来营收年平均增长率 22.58%, 归母净利润年平均增长率 15.57%。各子产品业绩可观, 连接器营收年平均增长率 25.0%; 电机业务的毛利增速近年来都保持在 20%以上; 继电器业务毛利率 45%左右, 相对最高; 光器件体量还较小, 但前景可观。公司立足军工主业, 积极开展民品业务, 研发投入行业领先, 业绩增长值得期待。

■ **连接器: 军用连接器细分领域单项冠军。**军用连接器是公司的主要业务, 公司是航天连接器单项冠军。全球连接器市场规模不断扩张, 我国连接器市场起步晚但增速快, 而且军用连接器规模未来两年有望超 120 亿元。目前军用连接器市场集中度较高, 主要集中于头部企业, 并且有望进一步提高。公司连接器产品多样, 军用高端连接器为主。2018 年我国共计进行了 39 次航天发射任务, 相比于 2017 年的 18 次发射任务增长超过 1 倍, 如此快速增长的航天发射任务将显著带动配套的航天连接器的需求数量增长。受益于商业航天高速发展, 未来连接器业绩高速增长可期。

■ **微特电机: 军用配套为主, 民品积极开拓。**微特电机是劳动密集型的高新技术产业, 下游应用广泛, 主要集中于信息、家电和军工行业。公司的微特电机产品主要为各大军工集团配套, 在航天领域尤为突出, 此外公司于 2017 年搭建了产业互联网平台, 积极拓展民品市场。控股子公司贵州航天林泉电机有限公司主要负责公司的军用微特电机业务, 于 2018 年吸收合并苏州林泉, 协同发展电机业务。公司是国家精密微特电机工程技术研究中心, 是我国精密微特电机行业中以军民融合、产学研用为基础组建的国家科技创新平台, 技术实力强大。

■ **继电器: 定位高端, 毛利率较高, 军用为主。**公司的继电器产品以军用配套为主, 产品定位高端。继电器业务的毛利率较高, 早年间甚至超过了 70%, 近年虽有下降但也维持在 45%左右。继电器是国防尖端技术不可缺少的基本元件之一, 尤其是航天系统使用的继电器, 要求具有高质量和高可靠性, 而公司深耕这一领域, 曾为“神州”飞天、“嫦娥”奔月、太空之“吻”等重大项目配套。

■ **光通信器件: 民品市场前景可观, 军工领域延伸可期。**光器件是公司近两年才开始布局的领域, 公司于 2016 年收购江苏奥雷光电, 负责各种光电子产品以及与其应用领域相关的配套器件和设备的研发生产。江苏奥雷光电自成立以来, 以光通信技术为基础, 不断扩大通信市场, 保持稳定增长的同时, 开拓光通信技术的新应用。另外, 江苏奥雷产品在极端环境下的特性, 可以进一步延伸到航天、航空、兵器等更高环境要求的产品。

■ **科工十院唯一上市公司, 资本运作值得期待。**中航科工十院是航天电器的控股股东, 科工十院下有航天电器、航天控制、航天电科、航天测试等多家子公司, 而航天电器是其旗下唯一上市公司。中航科工十院的体外优质资产丰富, 资产证券化率较低, 只有 20%左右, 后续资本运作值得期待。

■ **盈利预测及投资建议:** 我们预测公司 2018-2020 年实现收入分别为 28.08/33.97/41.51 亿元, 同比增长 7.48%/21.01%/22.18%; 实现归母净利润 3.61/4.38/5.35 亿元, 同比增长 16.08%/21.14%/22.19%; 对应 18-20 年 EPS 分别为 0.84/1.02/1.25 元, 当前股价对应 PE 分别为 33 倍、28 倍、23 倍。考虑到公司是国内军用连接器龙头, 掌握核心技术, 有较高的行业壁垒等优势, 公司可以享受较高的估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **风险提示:** (1) 宏观经济下滑风险; (2) 军品业务进展不及预期; (3) 元器件领域竞争加剧等风险。

内容目录

1. 高端元器件标杆，背靠航天科工业绩亮眼	- 5 -
1.1 脱胎于电器厂，飞跃至军用细分领域连接器龙头	- 5 -
1.2 经营稳健，上市以来营收 CAGR22.58%，归母净利润 CAGR15.57%	- 6 -
2. 连接器：军用连接器细分领域单项冠军	- 8 -
2.1 连接器简介：电路间的桥梁	- 8 -
2.2 军用连接器为公司主要业务，行业空间广阔	- 10 -
2.3 武器、宇航高速发展，为公司后续发展助力	- 13 -
3. 微特电机：军用配套为主，民品积极开拓	- 17 -
3.1 微特电机简介：特殊性能的微型电机	- 17 -
3.2 为各大军工集团配套，航天领域尤为突出	- 18 -
3.3 搭建产业互联网平台，积极拓展民品市场	- 19 -
4. 继电器：定位高端，毛利率较高，军用为主	- 20 -
4.1 继电器简介：自动调节、转换电路	- 20 -
4.2 军用配套为主，产品定位高端，毛利率较高	- 21 -
5. 光通信器件：民品市场前景可观，军工领域延伸可期	- 22 -
5.1 光通信简介：以光波为载波的通信方式	- 22 -
5.2 布局光模块，培育新的业绩增长点	- 23 -
6. 科工十院唯一上市公司，资本运作值得期待	- 24 -
7. 盈利预测与估值	- 26 -
7.1 盈利预测与投资建议	- 26 -
7.2 相对估值	- 26 -
8. 风险提示	- 27 -

图表目录

图表 1：股权结构图	- 5 -
图表 2：公司大事记	- 6 -
图表 3：04-18 公司营收及其增长率	- 6 -
图表 4：04-18 公司归母净利润及其增长率	- 6 -
图表 5：04-17 年公司产品结构演变	- 6 -
图表 6：04-17 年连接器业务情况	- 7 -
图表 7：07-17 年电机业务情况	- 7 -
图表 8：04-17 年继电器业务情况	- 7 -
图表 9：16-17 年光器件业务情况	- 7 -
图表 10：04-17 年公司相关利润率和费率状况	- 8 -
图表 11：研发支出总额占营业收入比例	- 8 -
图表 12：电连接器	- 9 -
图表 13：光纤连接器	- 9 -

图表 14: 连接器上下游产业链	- 9 -
图表 15: 军用连接器发展阶段	- 10 -
图表 16: 第一代连接器产品	- 11 -
图表 17: 第二代连接器产品	- 11 -
图表 18: 第三代连接器产品	- 11 -
图表 19: 公司部分连接器产品	- 11 -
图表 20: 09-18 年全球及中国的连接器市场规模	- 12 -
图表 21: 10-20 年军用连接器市场规模	- 12 -
图表 22: 06-17 年航空科工集团营收及同比增速	- 13 -
图表 23: 06-17 年航天科工集团归母净及同比增速	- 13 -
图表 24: 近年导弹实战化演习	- 13 -
图表 25: 典型的高速串行通路框图	- 14 -
图表 26: 06-18 年中国航天发射次数及同比增速	- 15 -
图表 27: 航天工程“三步走”战略	- 15 -
图表 28: 探月工程“三阶段”	- 16 -
图表 29: 全球商业航天收入与政府商业航天投入	- 16 -
图表 30: 微特电机	- 17 -
图表 31: 2017 年微特电机下游应用结构	- 18 -
图表 32: 2011-2020 微特电机产量	- 18 -
图表 33: 2011-2020 微特电机产值	- 18 -
图表 34: 贵州林泉配套情况	- 19 -
图表 35: 精密微特电机产业互联网平台宣传图	- 20 -
图表 36: 全球继电器行业需求结构	- 20 -
图表 37: 2011-2020 继电器销售规模及同比增速	- 20 -
图表 38: 公司部分继电器产品	- 21 -
图表 39: 公司上市以来继电器业务情况	- 21 -
图表 40: 公司上市以来各项主营业务毛利率情况	- 21 -
图表 41: 2011-2020 年全球光模块市场规模及增速	- 22 -
图表 42: 2017 年光模块及芯片国产化率情况	- 22 -
图表 43: 光通信器件 16、17 年生产销售库存情况(单位: 万只)	- 23 -
图表 44: 奥雷光电部分产品	- 23 -
图表 45: 科工十院和航天电器 2017 年资产等财务状况(单位: 亿元)	- 24 -
图表 46: 航天科工十院下优质资产	- 24 -
图表 47: 公司近五年 PE	- 26 -
图表 48: 公司近五年 PS	- 26 -

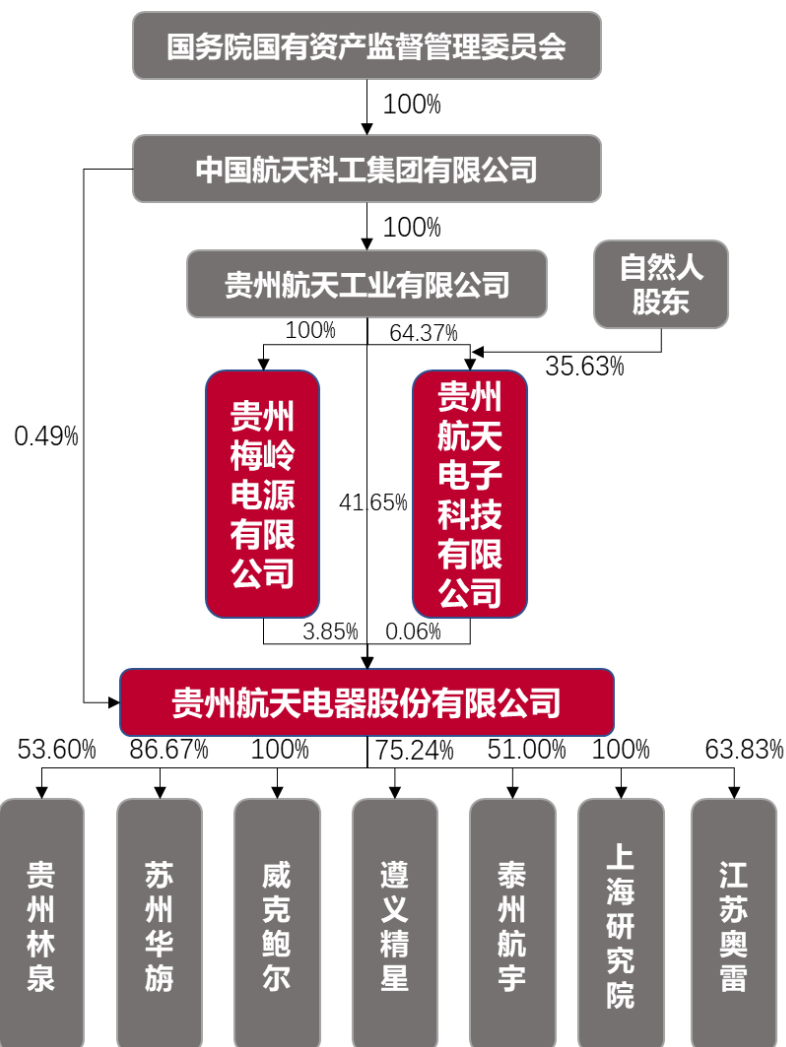
图表 49: 公司近五年 PB.....	- 27 -
图表 50: 可比公司估值对比.....	- 27 -
图表 51: 财务预测表.....	- 28 -

1. 高端元器件标杆，背靠航天科工业绩亮眼

1.1 脱胎于电器厂，飞跃至军用细分领域连接器龙头

- 公司概况：**贵州航天电器股份有限公司是由贵州航天朝晖电器厂,联合贵州航天朝阳电器厂、贵州航天工业有限责任公司、遵义朝日电器有限责任公司等 7 家公司于 2001 年共同发起设立的股份制企业。公司是中国航天科工集团旗下的上市公司，是中国电子元件百强企业。主要从事高端连接器、继电器等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。公司的实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会，第一大股东是贵州航天工业有限公司，持股比例 41.65%，下有贵州林泉、苏州华旃、江苏奥雷光电等 7 个子公司。

图表 1: 股权结构图

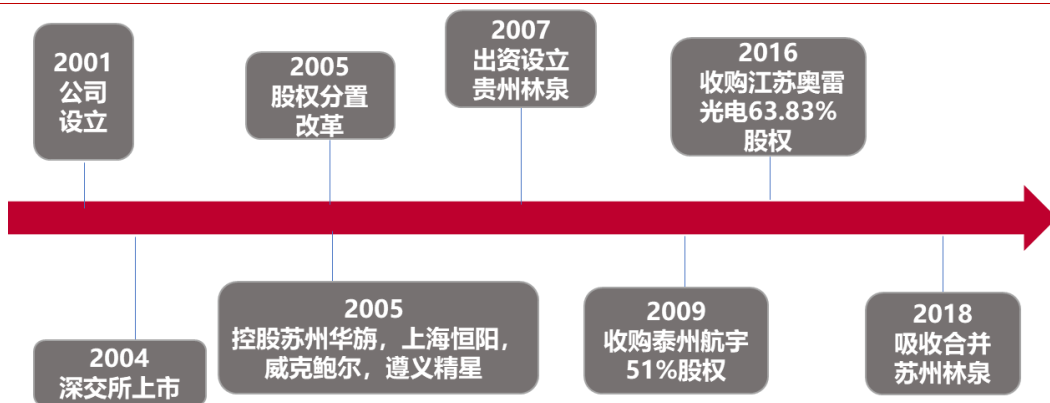


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 大事记：** 2001 年公司设立，公司于 2004 年 7 月 9 日首次公开发行人民币普通股(A 股)2570 万股，7 月 26 日在深圳证券交易所挂牌上市。流通股发行后股份总数增加至 8000 万股，2005 年 4 月公司用资本公积转增股本 1600 万股,转增后股本总额增加至 9600 万元。2005 年，公司完

成了股权分置改革，共有 6516 万股非流通股上市流通，在该年，公司共控股苏州华旂、上海恒阳、威克鲍尔和遵义精星四家公司。2007 年，公司出资设立贵州林泉。2009 年，公司收购泰州航宇 51% 的股权，2016 年，公司收购江苏奥雷光电 63.83% 的股权。2018 年 6 月，为进一步优化产业布局，促进电机业务协同发展，快速提升公司电机业务板块的市场竞争力和经营效益，旗下控股子公司贵州林泉将苏州林泉吸收合并。

图表 2: 公司大事记

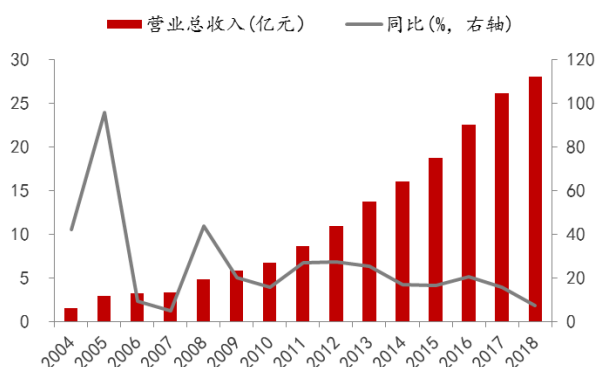


来源：公司公告, 中泰证券研究所

1.2 经营稳健，上市以来营收 CAGR22.58%，归母净利润 CAGR15.57%

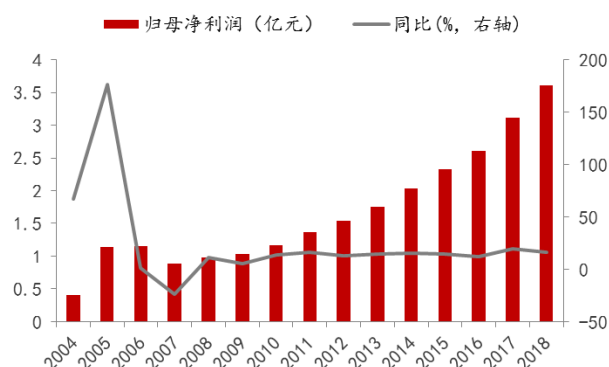
- 经营业绩持续向好，盈利水平稳步增长。公司自 2004 年上市以来，营收一直稳步增长，2004 年公司的营业收入仅为 1.51 亿元，到了 2018 年公司营业收入达到了 28.08 亿元，实现了年均复合增长率 23.22%。归母净利润在 07 年可能受公司资产重组的影响有所下滑，随后稳步增长，实现了年均复合增长率 16.81%。

图表 3: 04-18 公司营收及其增长率



来源：wind, 中泰证券研究所

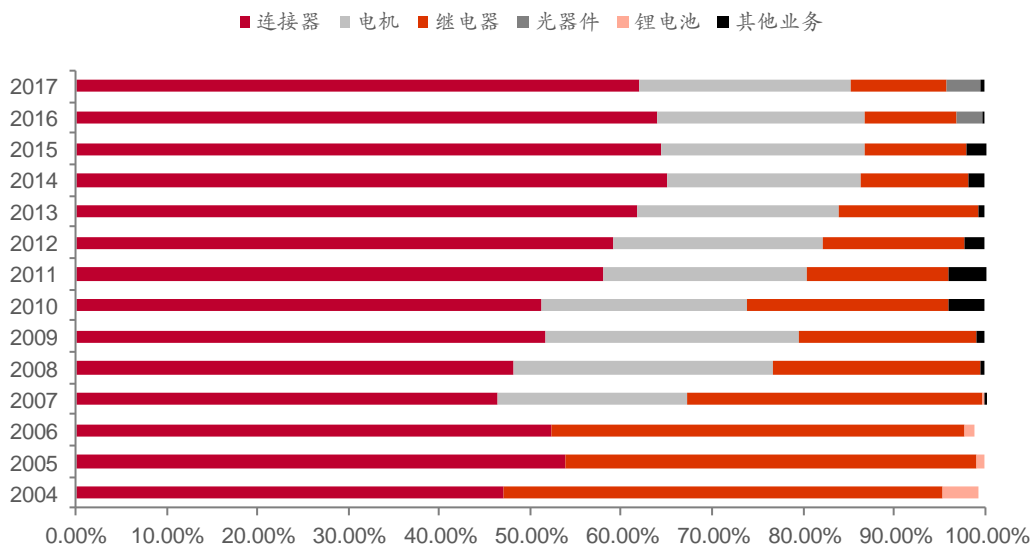
图表 4: 04-18 公司归母净利润及其增长率



来源：wind, 中泰证券研究所

- 业务发展多元化，连接器仍占主导。公司的主营业务包括连接器、电机、继电器和光通信器件等。连接器业务一直占据主导地位，近年占比约 60%，电机业务占比约 20%，光通信器件占比约 10%。

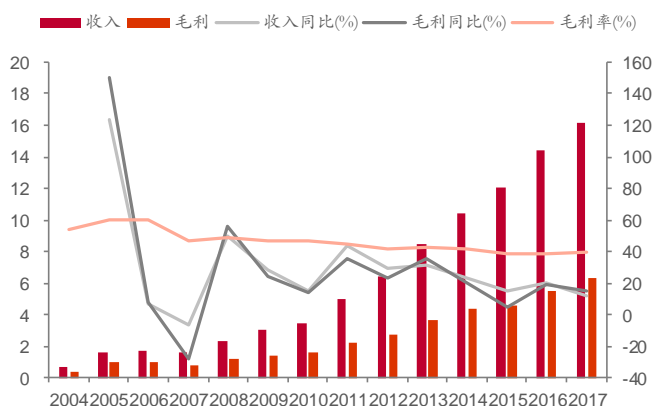
图表 5: 04-17 年公司产品结构演变



来源：公司公告, 中泰证券研究所

- **各子产品业绩可观，继电器业务毛利率相对最高。**连接器业务作为公司最主要的业务, 在上市以来实现了业绩的高速增长, CAGR 达到了 25.0%, 毛利从 04 年的 0.38 亿元增长到了 17 年的 6.31 亿元, 毛利的增速近年来接近 20%, 毛利率在 40% 左右。电机业务收入的 CAGR 在 21.8%, 毛利从 07 年的 0.21 亿元增长到了 17 年的 1.57 亿元, 毛利的增速近年来都保持在 20% 以上, 毛利率在 25% 左右。继电器相对于上述业务而言波动性更大一些, 虽然上市以来营业收入的 CAGR 只有 9.8%, 但是毛利率相对最高, 早年间甚至超过了 70%, 近年也维持在 45% 左右。光器件是公司近两年才开始布局的业务, 收入体量还很小, 但前景可观。

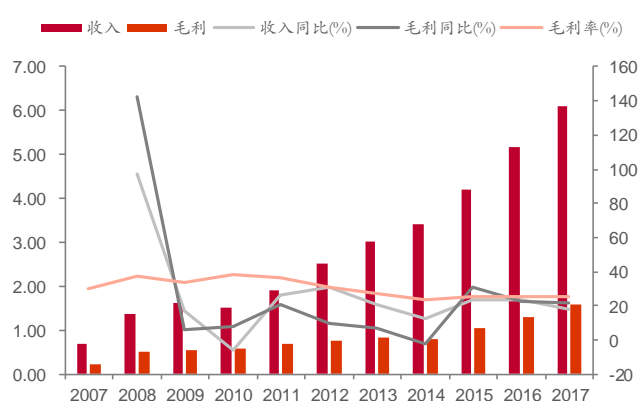
图表 6: 04-17 年连接器业务情况



来源：wind, 中泰证券研究所

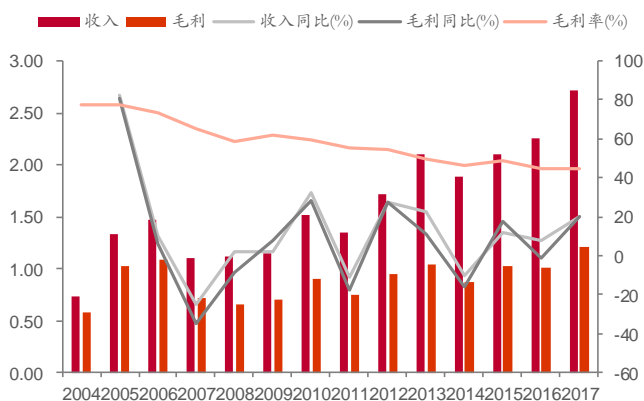
图表 8: 04-17 年继电器业务情况

图表 7: 07-17 年电机业务情况



来源：wind, 中泰证券研究所

图表 9: 16-17 年光器件业务情况



来源: wind, 中泰证券研究所

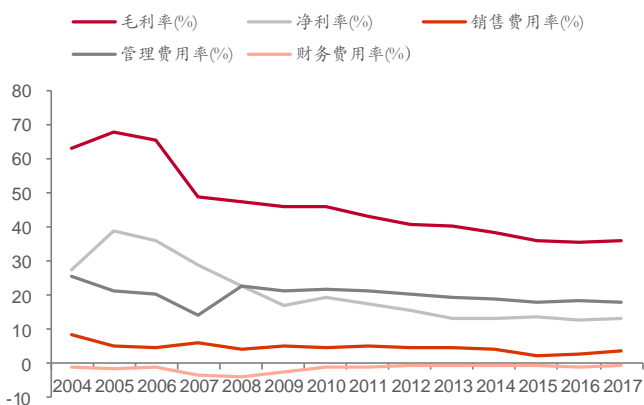
	2016	2017
收入	0.62	1.02
收入同比(%)		64.52
毛利	0.17	0.29
毛利同比(%)		70.59
毛利率(%)	27.66	28.94

来源: wind, 中泰证券研究所

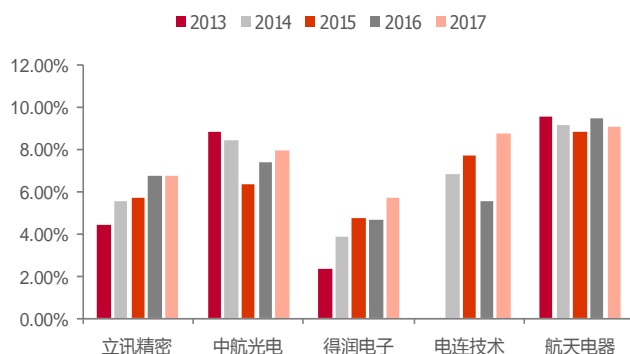
- **整体毛利率有所下降，三费率稳定，研发投入属于业内较高水平。**自上市以来，公司整体毛利率水平有所下降，近年来维持在 35%左右的水平，三费率一直比较稳定。公司的研发支出占营收比例在行业内属于较高的水平，接近 10%。

图表 10: 04-17 年公司相关利润率和费率状况

图表 11: 研发支出总额占营业收入比例



来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

2.连接器：军用连接器细分领域单项冠军

2.1 连接器简介：电路间的桥梁

- **连接器：架起电路的桥梁。**连接器是连接两个有源器件的部件，传输电流或者信号，架起沟通的桥梁，从而使电流流通，即在电路内被阻断处或者孤立不同的电路之间建立桥梁，从而实现通信系统的预定功能。连接器主要有两种，一是电连接器，二是光纤连接器。电连接器由固定端电连接器，即阴接触件（简称插座），与自由端电连接器，即阳接触件（简称插头）组成。插座通过其方（圆）盘固定在用电器件上（个别还采用焊接方式），插头一般接电缆，通过连接螺帽实现插头、插座连接。它由壳体、绝缘体、接触体三大基本单元组成，除了要满足基本的性能要求外，特别需要注重的是电连接器必须接触良好。光纤连接器是光纤与光纤之间进行可拆卸（活动）连接的器件，它把光纤的两个端面精密对接起来，以使发射光纤输出的光能量能最大限度地耦合到接收光纤中去，并使由于其介入光链路而对系统造成的影响减到最小，它是光纤通信系

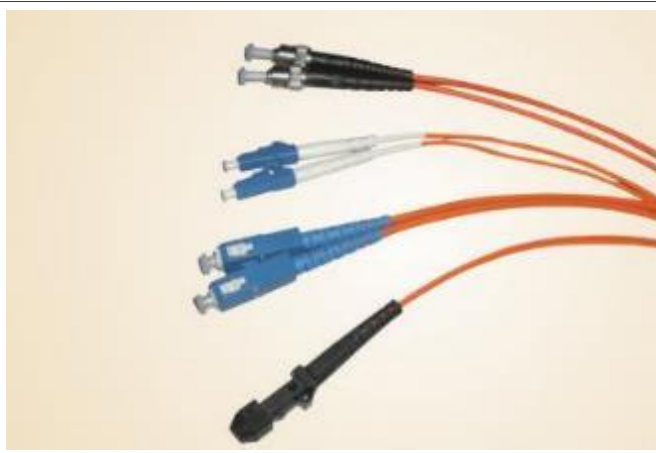
统中应用最多的器件。连接器按照性能可分为高端、中端和低端三类，高端连接器一般广泛运用于航天、航空、舰船等军品，中低端一般运用于电脑、汽车等民品。

图表 12: 电连接器



来源：机电之家，中泰证券研究所

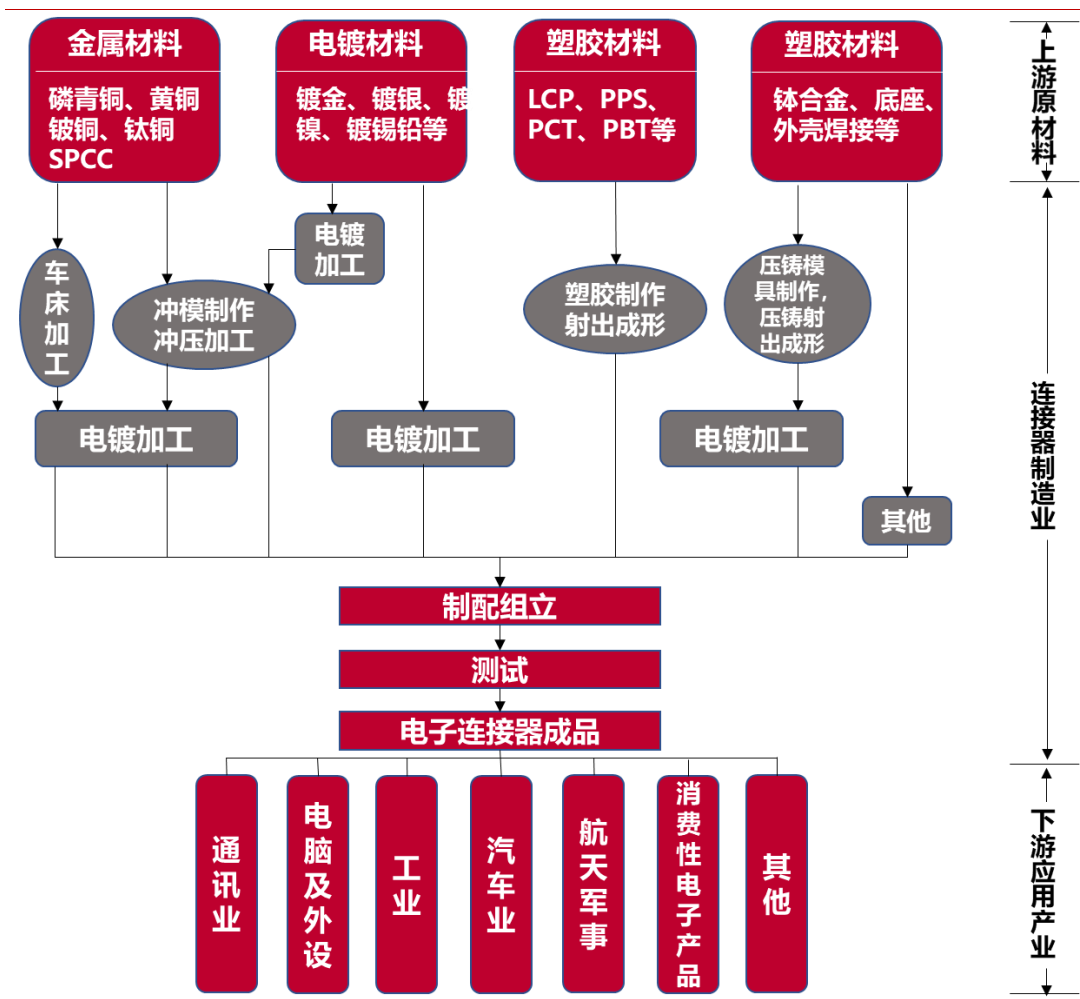
图表 13: 光纤连接器



来源：海商网，中泰证券研究所

- **连接器上下游产业链解析。**连接器产品的上游产业主要为制造连接器所需的各项原辅材料，包括金属材料、塑胶材料、电镀材料等。下游包括通讯业、电脑及外设、工业、汽车业、航天军事、消费性电子产品等。

图表 14: 连接器上下游产业链



来源：中国产业信息网, 中泰证券研究所

2.2 军用连接器为公司主要业务，行业空间广阔

2.2.1 军用连接器发展阶段：整体质量提升较大，自我研发仍需加强

- 第一阶段：建国初期至上世纪 60 年代。**仿苏为主，以第一代低密度、标准型圆形电连接器为代表。电子和航空系统有 P 系列、PR 系列和 PD 系列，航天系统有 Y2、Y4 系列等上世纪 50 年代仿苏产品，耐受温度在 $-60\text{--}+50\text{ }^{\circ}\text{C}$ 或 $-60\text{--}+150\text{ }^{\circ}\text{C}$ 。第一代圆形电连接器缺点是质量重、体积大、插合分离速度慢、品种单一且选择余地小。

图表 15：军用连接器发展阶段

阶段	时间	阶段特点	代表产品	产品特点
I	建国初期至上世纪 60 年代	仿苏为主	第一代低密度、标准型圆形电连接器	质量重、体积大、插合分离速度慢、品种单一且选择余地小
II	上世纪 60 年代至 90 年代	由仿苏向仿美转移	第二代中密度小型圆形电连接器	密度增加，连接方式增加了卡口连接，接触件与导线增加了压接的端接方式，插孔采用闭口式插孔等
III	上世纪 90 年代至今	仿美为主，兼有部分独立研制	第三代高密度超小型圆形电连接器	高密度、插触件混装、高可靠、抗干扰等

来源：知网，中泰证券研究所

- 第二阶段：上世纪 60 年代至 90 年代。**由仿苏向仿美转移，以第二代中密度小型圆形电连接器为代表。代表产品有 YB、X、XK、XKE、XL、XC、ZH—83723、Q、Y11、Y27 等系列小型圆形焊接型电连接器，耐受温度在-60-+150℃。相比第一代，第二代圆形电连接器有密度增加，连接方式增加了卡口连接，接触件与导线增加了压接的端接方式，插孔采用闭口式插孔等优点。
- 第三阶段：上世纪 90 年代至今。**仿美为主，兼有部分独立研制，以第三代高密度超小型圆形电连接器为代表。相应的 MIL 规范有 MIL-C-27599、MIL-C-38999 和 MIL-C-81511，国内代表产品为 GJB 599，有高密度、插触件混装、高可靠、抗干扰等优点。从第一阶段至第三阶段，我国连接器的整体质量提升较大，但可见都是以仿苏、仿美为主，自我研发实力仍需加强。

图表 16：第一代连接器产品



来源：慧聪网，中泰证券研究所

图表 17：第二代连接器产品



来源：慧聪网，中泰证券研究所

图表 18：第三代连接器产品



来源：慧聪网，中泰证券研究所

2.2.2 航天连接器单项冠军，受益于军用连接器市场规模和市场集中度的提高

- 公司以高端连接器为主，产品基本覆盖全部军工装备领域。**公司研制生产的连接器主要品种为高可靠圆形连接器、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，以高端连接器为主。由于高端电子元器件产品订单具有小批量、多品种的特点，公司产品生产采取“以销定产”模式，销售采取直销模式，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，军品基本覆盖全部军工装备领域。

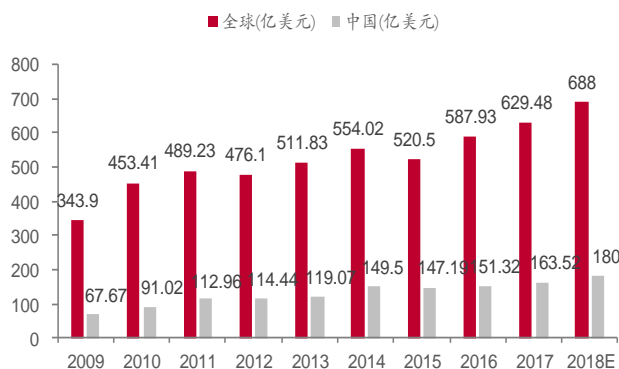
图表 19：公司部分连接器产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

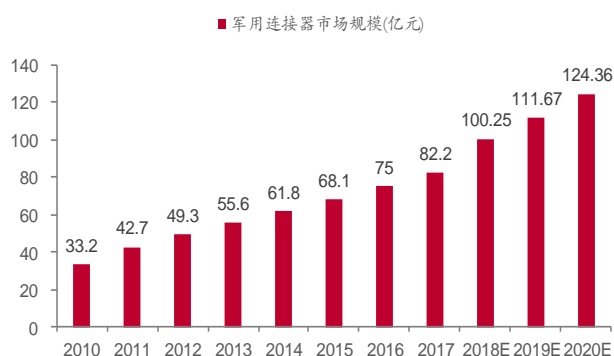
- **连接器市场规模不断扩张，军用连接器规模未来两年有望超 120 亿元。**全球连接器市场规模不断扩张，2017 年的市场规模达到 630 亿美元，2018 年有望达到 688 亿美元。我国的连接器市场规模也保持着持续增长的态势，2018 年有望达到 180 亿美元的市场规模，我国连接器主要以中低端为主，高端连接器占比较低，但需求增速较快。近十年来，军用连接器市场的规模一直在扩张，原因是我国武器装备发展迅速，并且发展方向是智能化、信息化。根据中国产业信息网的预测，未来两年军用连接器的规模将超过 120 亿元，“十三五”期间我国军用高端连接器将持续发展，作为军用高端连接器的龙头，我们有理由相信公司将极大受益于军用连接器市场规模的扩张。

图表 20：09-18 年全球及中国的连接器市场规模



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 21：10-20 年军用连接器市场规模



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

- **军用连接器市场集中度较高，利好行业龙头。**在连接器行业中，军用连接器的市场集中度相对较高。根据 2018 年中国电子元件百强综合排名，立讯精密、中航光电、长盈精密、得润电子、航天电器是我国连接器企业前五强；中航光电、航天电器、陕西华达、四川华丰、杭州航天电子

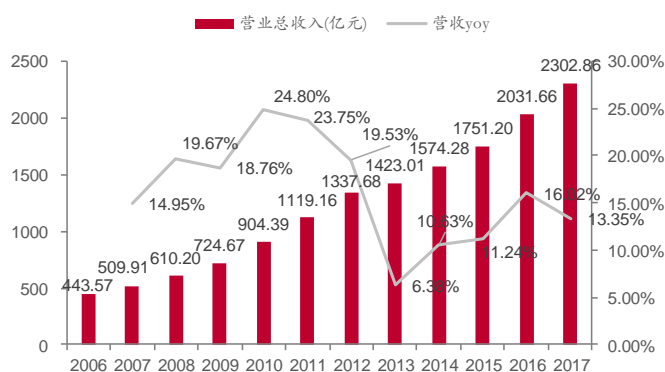
是我国军用连接器企业前五强。近年来，由于军用连接器不断寻求国产化替代，龙头企业大力增加研发投入，加上行业内不断发生的收购和并购，使得整个连接器行业尤其是军用连接器行业集中度明显提升，资源不断向行业龙头聚集。航天电器是军用航天领域龙头，将充分受益于军用连接器市场集中度的提高。

2.3 武器、宇航高速发展，为公司后续发展助力

2.3.1 导弹行业保持较高速增长，催生较大连接器需求

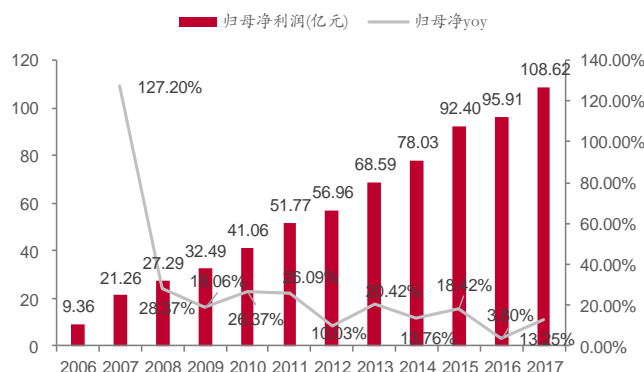
- **国防现代化建设的排头兵,信息化战争新模式的主攻手。**导弹在当今以体系化对抗为核心的现代战争模式中承担着主攻手的作用，是我国推动国防现代化的排头兵，2006 年到 2017 年，导弹领域的营收复合增速达到 14.71%，归母净利润增速 22.67%（以航天科工集团营收和归母净增速为代表）。据《2017 年导弹行业发展和市场需求分析报告》预测，我国导弹行业未来十年国防采购的装备费总额达 1.2 万亿元，发展前景广阔。

图表 22: 06-17 年航空科工集团营收及同比增速



来源：集团年报，中泰证券研究所

图表 23: 06-17 年航天科工集团归母净及同比增速



来源：集团年报，中泰证券研究所

- **实战演练频次增加，导弹需求应声而上。**导弹行业景气度受到军事技术变革、国内经济基础、国内制度环境以及国家安全形势等众多因素影响。目前，随着世界经济和战略重心加速向亚太地区转移，美国持续推进亚太再平衡战略，我国国家安全形势面临新态势，导弹已成为应对国外海、空军军力投射潜在威胁的有力手段。近年来，国家持续推进军队实战化演练，我军导弹试射频率显著增加，高密度的实战演习催生了对各类导弹旺盛的需求。

图表 24: 近年导弹实战化演习

时间	部队	事件
2017 年 7 月	火箭军某导弹旅	火箭军某新型导弹旅实战化演练，战略导弹新质战斗力形成。入夏以来，火箭军某新型导弹旅组织跨区实战化演练，在大江南北多个演兵场摆兵布阵，锤炼全域作战硬功。该新型导弹初露锋芒，演练获得圆满成功，标志着我战略导弹家族新质战斗力形成
2017 年 8 月	火箭军某导弹旅	火箭军组织东风 21 导弹演练夜间实战化演练。8 月 12 日，火箭军组织东风 21 导弹进行夜间任务导向式防护措施 (MOPP) 实战化演练。演练过程中，火箭军进行了东风 21 导弹夜间起竖训练，训练取得圆满成功，有效锻炼了士兵在低能见度条件下的实战化作战能力。

22 日

2018 年 5 月	海军某导弹快艇大队	海军某导弹快艇大队舰艇编队开展实战化训练。海军某导弹快艇大队数艘舰艇组成编队，奔赴东海某海域展开一场实战化训练，发射导弹数枚。
2018 年 8 月中旬	第 76 集团军某旅	我军红旗 17 防空导弹高原实射。8 月中旬，第 76 集团军某旅首次在海拔 4200 米青藏高原进行实战化练兵，对各型装备、弹药进行试验测试，摸索出了多种高原条件下行之有效的训法打法，有效提高了部队在高原陌生地域全天候、全地域的作战能力。演习中，我红旗 17 防空导弹亮相。红旗-17 俄罗斯‘道尔-M1’地空飞弹基础上的中国国产改进型产品，采用垂直冷弹发射
2018 年 11 月 28 日	火箭军某导弹旅	火箭军某导弹旅挺进戈壁深处展开实战化考核。该旅数十台导弹发射车挺进戈壁深处展开实战化考核。此次考核所有行动都由营指挥所独立完成，十多发导弹采用集群控制方式同时点火准确命中目标

来源：环球网，新浪网，人民网等，中泰证券研究所

- **武器装备升级换代，推动导弹产业持续向好，大量新型号即将迎来列装高峰，推动导弹产业近期爆发增长。**我国国防现代化建设正加速推进，全军各类导弹均面临升级换装，各类新型导弹加速研制并逐步列装。受益于诸军兵种的导弹武器装备即将迎来列装高峰，我国导弹市场面临结构性机会，发展空间广阔、增长红利较大，导弹产业前景持续看好。
- **导弹速度、射程提升，对连接器耐高温性要求越来越高。**在战略需求牵引、科技驱动、战争实践催生下，导弹不断升级改进、更新换代，形成代际发展，对其零部件的要求也越来越高。随着导弹型号的演进，导弹向着跨域化、高速化、多用化方向发展，其射程及速度不断提升，这就要求连接器的耐高温性不断增强，倒逼连接器向着高端耐高温方向发展。
- **战斗机航程增加，对连接器可靠性要求变高。**中国战斗机的发展是从歼 5 起步的，它仿自苏联米格-17 战斗机，它的成功标志中国进入了当时少数几个能自己制造喷气式飞机的国家之一。从歼-5 开始，中国战斗机的性能大幅提升，航程的增加意味着对于连接器等元器件的可靠性要求更高。在各种军机和武器装备中，电连接器的用量较大，特别是飞机上使用电连接器的用量非常大。一般来讲一架飞机电连接器的使用量可达数百件至几千件，牵扯到好几万个线路。因此，电连接器除了要满足一般的性能要求外，特别重要的要求是电连接器必须达到接触良好，工作可靠，维护方便，其工作可靠与否直接影响飞机电路的正常工作，涉及整个主机的安危。为此，主机电路对电连接器的质量和可靠性有非常严格的要求。
- **随着信息化战略导弹部队建设，对连接器传输能力要求提高。**网络中心战作为未来信息化作战的主要样式，已经成为现代战争的主流发展趋势，导弹部队作为未来战争的主要力量，其信息化建设就显得尤为重要。传统连接器只传输单一信号，例如视频、控制或者数据信号，随着高端连接器的发展，连接器从单一信号传输变成多种信号传输，同一缆线可以同时传输光、电或者其他信号，这样不仅有利于节省空间也利于提升系统可靠性。随着导弹信息化建设一步步地推进，信息传输量及信息传输频率不断增加，对于连接器的传输能力要求也相应提高，后续导弹型号对于连接器的各项性能要求将越来越高，连接器的价格也将相应提升。

图表 25：典型的高速串行通路框图

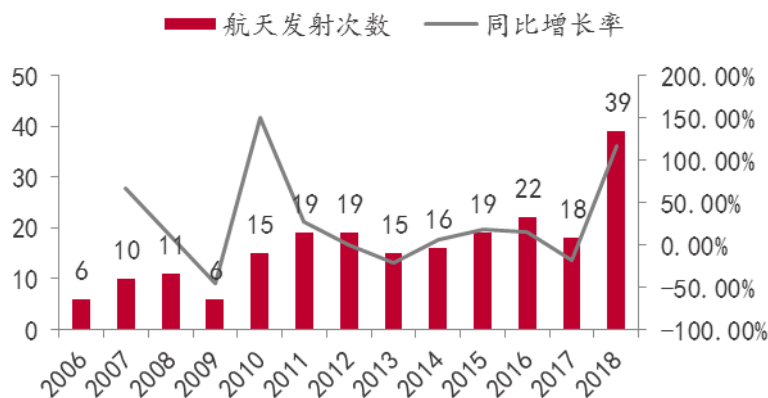


来源：知网，中泰证券研究所

2.3.2 宇航发展又创新高，航天连接器冠军一展雄风

- **航天发射任务饱满，18年成功发射39次。**根据《中国航天科技活动蓝皮书（2018）》统计，2018年我国成功进行了39次航天发射任务，相比于2017年的18次发射任务增长了超过1倍。回望2006年，我国的航天发射任务仅为6次，虽然中间经历了波动但总体还是呈上涨趋势，2018年宇航领域又创新高，不仅基本完成了北斗卫星的网络布局，更是开启了商业航天的新格局。

图表 26：06-18 年中国航天发射次数及同比增速



来源：爱航天网，中泰证券研究所

- **展望未来，航天工程“三步走”战略+探月工程“三阶段”已到关键时刻。**航天工程“三步走”战略第一步是发射无人和载人飞船，将航天员安全地送入近地轨道，进行对地观测和科学实验，并使航天员安全返回地面，第二步是继续突破载人航天的基本技术，第三步是建立永久性的空间试验室。现在已经到了第三步建成永久性空间站的关键时刻，在接下来的3年里，我们相信航天发射会更加密集，对于连接器等元器件的需求也将会保持旺盛。中国探月工程经过10年的酝酿，最终确定中国的探月工程分为“绕”、“落”、“回”3个阶段。第一期绕月工程在2007年发射探月卫星“嫦娥一号”“嫦娥二号”，对月球表面环境、地貌、地形、地质构造与物理场进行探测；第二期工程时间为2007年至2016年，目标是研制和发射航天器，以软着陆的方式降落在月球上进行探测；第三期工程时间定在2016至2020年，目标是月面巡视勘察与采样返回。探月工程现在也到了第三期的关键时刻，“嫦娥四号”发射在即，“嫦娥五号”也计划于明年发射，全面实现月球探测工程“三阶段”战略目标。

图表 27：航天工程“三步走”战略

第一步：载人飞船阶段

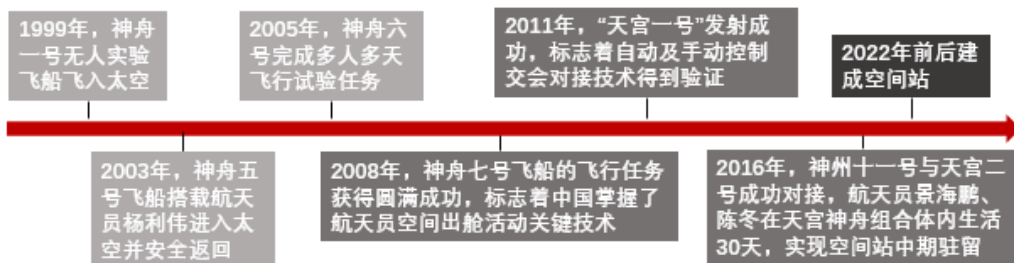
发射载人飞船，建成初步配套的试验性载人飞船工程，开展空间应用实验。

第二步：空间实验室阶段

突破航天员出舱活动技术、空间飞行器的交会对接技术，发射空间实验室，解决有一定规模的、短期有人照料的空间应用问题。

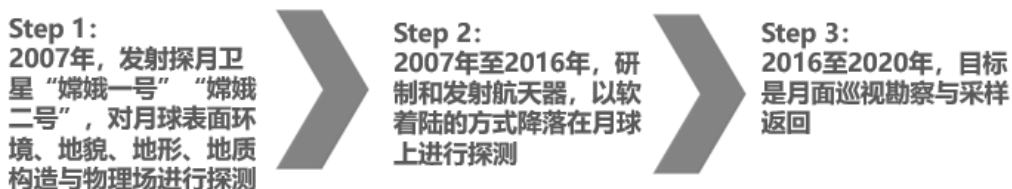
第三步：2022年前后建成空间站

解决有较大规模的、长期有人照料的空间应用问题。



来源：中国新闻网，中泰证券研究所

图表 28：探月工程“三阶段”

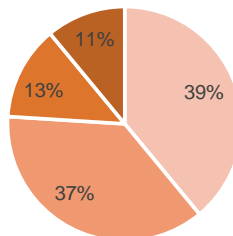


来源：国家航天局，中泰证券研究所

- **社会资本争相涌入，商业航天迅速发展。**随着社会资本争相涌入，商业航天迅速发展，据卫星及相关行业市场研究咨询服务商 NSR（北方天空研究）预测，未来 10 年里，全球卫星订单将达到 1955 颗，发射数达到 2356 颗，到 2020 年全球航天产业市场总额将达到 4850 亿美元。如此快速增长的航天发射任务将显著带动配套的航天连接器的需求数量增长，而作为国内为数不多的掌握航天连接器核心技术的供应商，航天电器将凭借其技术和细分市场优势进一步筑高此细分行业的进入壁垒。

图表 29：全球商业航天收入与政府商业航天投入

■ 商业航天基础设施和支持产业 ■ 商业航天产品与服务
■ 美国政府航天投入 ■ 其他国家和地区的航天投入



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

- **航天领域新的增长点：承接国外发射任务。**中国从“亚洲一号”卫星开始，使用长征 2 号、长征 3 号来承接国外发射任务。尤其是“铱星”发射，

让当时经费紧张的航天部门得以完成长征 2 号一箭多星的改装。2017 年 1 月，第一笔国际市场商业火箭发射服务的订单被国内民营商业航天企业北京蓝箭空间科技有限公司承接,与丹麦 Gomspace 公司签订了火箭发射服务协议。我国因为长期被排除在国际航天市场之外，因此自建炉灶，掌握了独立的卫星设计、制造技术，且国产卫星的在轨寿命、执行任务能力等方面可以满足用户的大部分需要。因此，可预见的未来里，我国将承接更多的国外发射任务，成为航天领域新的增长点。

3.微特电机：军用配套为主，民品积极开拓

3.1 微特电机简介：特殊性能的微型电机

- **劳动密集型的高新技术产业。**微特电机是指具有特殊性能、用于特殊场合的微型电机。它综合了电机、精密机械、材料、电力电子、微电子、计算机、自动控制等多门新旧学科成一体，是一种新发展起来的高新技术产物。由于微特电机自身条件的限制，微特电机的制造涉及机械加工、化工处理、磁性材料加工、绕组绕制、绝缘处理等技术和工艺，不仅工序繁多而且需要大量高精度的专用工艺制造装备，同时还需一系列精密的测试仪器来检验电机的制造质量。因此微特电机行业是劳动量大、技术含量高的高新技术性产业。

图表 30：微特电机



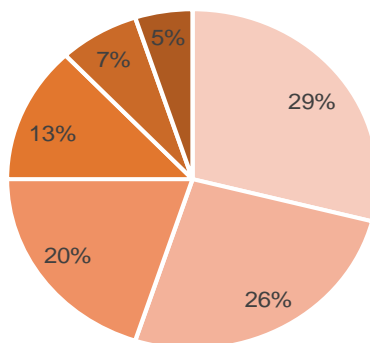
来源：慧聪网，中泰证券研究所

- **下游应用广泛，主要集中于信息、家电和军工行业。**2017 年微特电机应用最多的是信息行业，占微特电机使用量的 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%。主要集中于信息、家电和军工行业。根据新思界产业研究中心报告，2011 年我国微特

电机产量为 77 亿台，至 2017 年产量增长到 127 亿台，实现年均复合增长率 8.70%；产值由 2011 年 1287 亿元增加至 2016 年 2866 亿元，年均复合增长率为 7.34%。根据预测，未来几年微特电机行业产量年均增速大约在 6.5%左右，保持平稳增长。

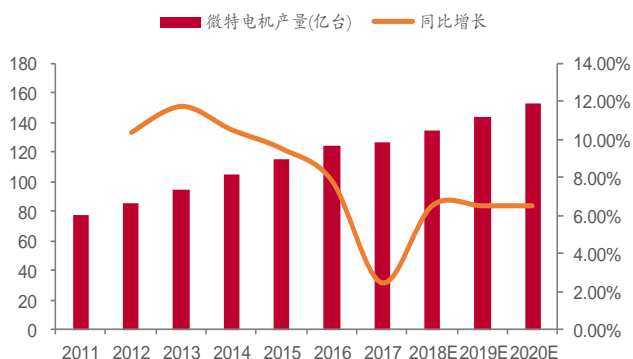
图表 31: 2017 年微特电机下游应用结构

- 信息行业
- 武器、航空、农业、轻纺、医疗、包装
- 视像处理
- 家用电器
- 汽车
- 工业控制及其他



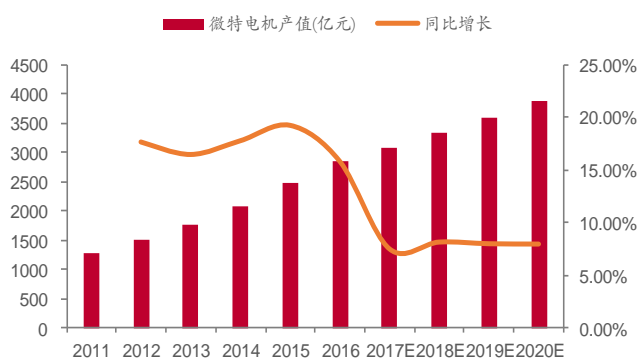
来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

图表 32: 2011-2020 微特电机产量



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 33: 2011-2020 微特电机产值



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

3.2 为各大军工集团配套，航天领域尤为突出

- **贵州林泉负责电机业务，吸收合并苏州林泉，优化产业布局。**控股子公司贵州航天林泉电机有限公司主要从事军用微特电机业务，控股子公司苏州航天林泉电机有限公司专业从事民用电机业务。贵州林泉近三年实现营收 3.92, 5.25, 6.12 亿元，CAGR 达到了 16%。2018 年 6 月，为进一步优化产业布局，促进电机业务协同发展，快速提升公司电机业务板块的市场竞争力和经营效益，旗下控股子公司贵州林泉将苏州林泉吸收合并。
- **军品业务为主，技术实力强大。**作为国家级企业技术中心和国家级创新

型企业，公司一直将企业技术创新工作放在企业发展的首要位置，坚持以市场为发展导向，产学研相结合，建立了完善的技术创新体系，并依托技术、人才、管理等方面的优势将公司打造成我国军民结合型高端电子元器件的研发基地。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，在职研发人员达 919 人。公司微特电机产品主要为十大军工集团配套，重点为载人航天、探月工程、系列卫星、战略武器、新型战机、水中兵器和核武器配套。

图表 34：贵州林泉配套情况

配套领域	主要配套型号	主要配套用户	主要配套系统
航天	导弹、载人航天、探月、卫星等	航天科工一院、二院、三院、四院、十院；航天科技一院、四院、五院、七院、八院、九院	伺服控制系统、导引头、动力系统
航空	无人机、直升机、教练机、运输机、新型战机、预警机等	602 所、607 所、608 所、609 所、611 所、613 所、614 所、103 厂、113 厂、116 厂、124 厂、154 厂、161 厂、320 厂、014 中心等	燃油系统、数字控制系统、动力系统、导弹伺服控制系统及运输保障系统
船舶	诱×系列、鱼×系列、水下运载器、海洋环境探测等	西安 705 所、昆明 705 所、710 所、750 试验场、874 厂、昆船集团等	燃油系统、动力系统、控制系统
兵器	力矩电机、伺服机构、无刷电机等	兵器系统总体部、兵器 201 所、兵器 203 所、兵器 206 所、兵器 474 厂、兵器 624 厂、兵器 218 厂等	火箭弹、战车光电侦察、战车转台设备、发射车、肩扛式发射装置、侵彻弹舵机、布撒器等
电子	XD 系列卫星、二代导航、XB 系列卫星	电子 29 所、电子 36 所、电子 10 所、电子 24 所、电子 38 所、电子 18 所等	散热风机、卫星二次电源、力矩电机
核	XX 密码装置、XX 反应设备	核九院 5 所、6 所	步进电机、减速机构

来源：贵州林泉微信公众号，中泰证券研究所

3.3 搭建产业互联网平台，积极拓展民品市场

- 积极开拓民品市场，创立产业联盟。**公司作为国家精密微特电机工程技术研究中心，是我国精密微特电机行业中以军民融合、产学研用为基础组建的国家科技创新平台，工程中心面向载人航天、探月工程、大型飞机、大规模集成电路制造装备与成套工艺、高档数控机床与基础制造技术等国家重大工程和重点项目，以航空航天、装备制造、能源与动力、武器系统等国家战略需求为牵引，重点对高速电机、高精度伺服驱动电机、大功率永磁同步电机、大力矩低转速直驱电机、风机、极端环境电机等核心和共性技术进行研究，持续不断地研发、吸收、孵化、集成本行业的最新技术，推动成果转移转化和产业孵化，引领行业发展。公司在 2017 年底上线了精密微特电机产业互联网平台，为电机行业首家互联网平台的企业。互联网平台包括了社区服务、众包服务、电机商城和双创服务等板块，积极推动产业互联网化。此外，公司于 2018 年 9 月 30 日成功召开贵州省精密微特电机产业联盟预备会，联盟的组建和发展旨在打造产业集群及推动产业发展。

图表 35: 精密微特电机产业互联网平台宣传图



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

4.继电器: 定位高端, 毛利率较高, 军用为主

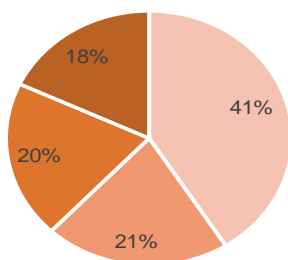
4.1 继电器简介: 自动调节、转换电路

- **执行电路切换, 最重要的控制元件之一。**继电器是在接受到规定的控制量(电压、电流、温度、流量等)后在系统或整机电路单元之间执行电路切换的一种自动开关。它被广泛应用于遥控、遥测、通讯、自动控制、机电一体化及电力电子设备中, 是最重要的控制元件之一。作为控制元件, 它的作用主要是: 1.扩大控制范围: 例如, 多触点继电器控制信号达到某一定值时, 可以按触点组的不同形式, 同时换接、开断、接通多路电路; 2.放大: 例如, 灵敏型继电器、中间继电器等, 用一个很微小的控制量, 可以控制很大功率的电路; 3.综合信号: 例如, 当多个控制信号按规定的形式输入多绕组继电器时, 经过比较综合, 达到预定的控制效果; 4.自动、遥控、监测: 例如, 自动装置上的继电器与其他电器一起, 可以组成程序控制线路, 从而实现自动化运行。
- **应用广泛, 市场空间较大。**继电器作为一种重要的控制元件, 被广泛运用到各个领域, 如在全球范围内, 41%的继电器被用于家电等行业, 31%的继电器被用于汽车行业, 20%被用于工控, 18%被用于通讯。此外, 据中国产业信息网, 中国是全球继电器的主要生产基地, 产量约占全球总产出的 50%以上。2015 年继电器全球市场容量 71 亿美元左右, 国内销售额大约为 186.6 亿元。据中国电子行业协会, 到 2020 年全球的继电器销售规模将达到 468 亿元, 我国的继电器销售规模也将达到 270 亿元。

图表 36: 全球继电器行业需求结构

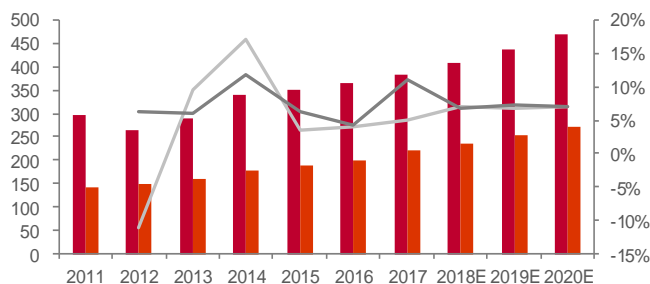
图表 37: 2011-2020 继电器销售规模及同比增速

■ 家电等 ■ 汽车 ■ 工控 ■ 通讯



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

■ 全球继电器销售规模(亿元) ■ 我国继电器销售规模(亿元)
— 全球同比增速 — 我国同比增速



来源：中国电子元件行业协会，中泰证券研究所

4.2 军用配套为主，产品定位高端，毛利率较高

- **公司产品种类齐全，继电器业务毛利率较高。**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、时间继电器等，种类齐全。公司近三年实现继电器营收分别为 2.10，2.26，2.71 亿元，CAGR 为 9%，上市以来继电器业务收入翻了近两番，CAGR 为 9.8%。在公司的各项主营业务：连接器、微特电机、继电器和光器件中，继电器的毛利率最高，近年来虽有所下降，但仍保持在 45%这一较高的水平左右。

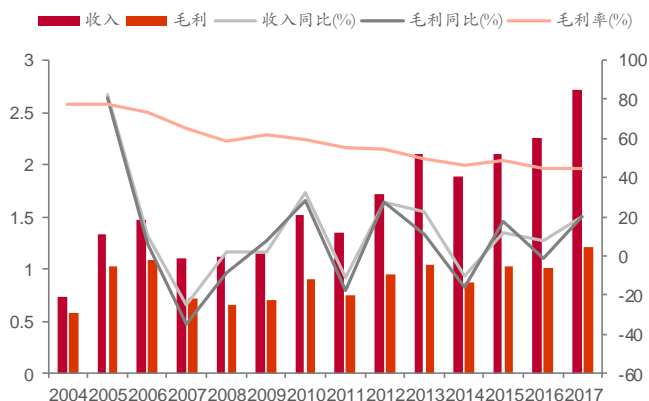
图表 38: 公司部分继电器产品



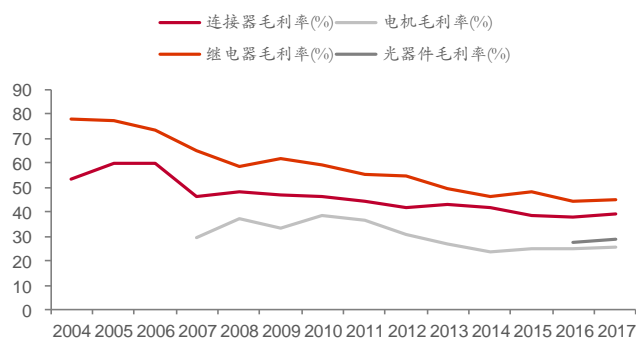
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 39: 公司上市以来继电器业务情况

图表 40: 公司上市以来各项主营业务毛利率情况



来源：wind，中泰证券研究所



来源：wind，中泰证券研究所

- 产品保持高端定位，军用为主。**继电器是国防尖端技术不可缺少的基本元件之一，军用整机中，继电器担负着十分重要的任务，如卫星电源转换、侦察设备开机、导弹姿态控制、火箭引燃以及军用设备的保护、告警、指示等。此外，军用继电器在航天工程产品上的应用十分普遍，主要担负航天控制系统的电能传输和信息控制与传递，其功能和作用十分重要。特别是应用在重要部位的继电器，其工作质量的好坏，直接关系到航天系统工程的成败。因此，航天系统使用的继电器，要求具有高质量和高可靠性。公司的继电器产品保持高端定位，以军用配套为主，曾为“神州”飞天、“嫦娥”奔月、太空之“吻”等重大项目配套。

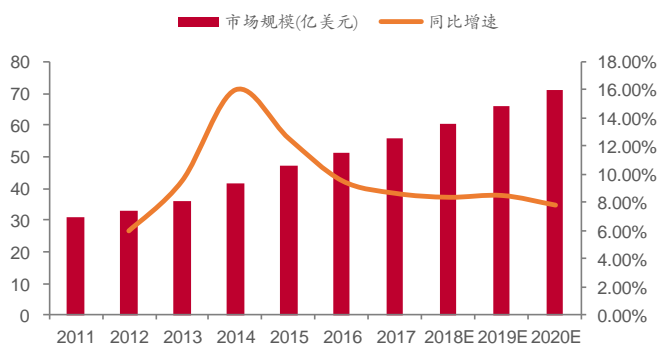
5.光通信器件：民品市场前景可观，军工领域延伸可期

5.1 光通信简介：以光波为载波的通信方式

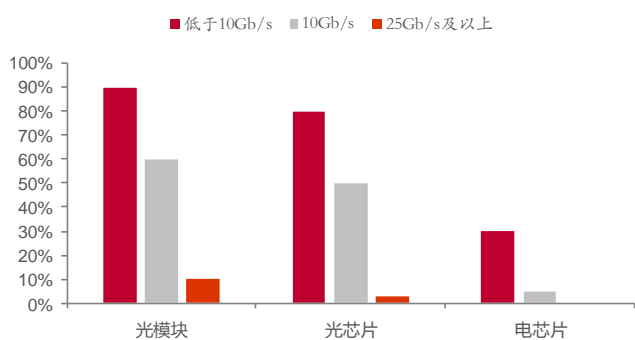
- 以光为信息载体，光模块的作用是进行光电转换。**光通信是一种以光作为信息载体进行传输的现代通信技术。光通信在应用过程中所涉及的产品主要包括光纤光缆以及光通信设备和器件两部分。光纤光缆是光通信的传输通道，而光通信设备包括光终端收发机、交换机等。光器件包括的细分种类繁多，其中光模块领域市场空间较大，光模块是进行光电和电光转换的光电子器件，光模块的发送端把电信号转换为光信号，接收端把光信号转换为电信号。光模块按照封装形式分类，常见的有 SFP, SFP+, SFF, 千兆以太网路界面转换器 (GBIC) 等。
- 市场空间较大，高端模块市场和芯片市场仍被国外垄断。**我国光通信器件市场规模在近几年与全球保持同步增长趋势，中国光通信器件市场约占全球 25%-30% 左右的市场份额。然而，国产光模块还主要集中在产业链的低端和模块组件部分，高端模块市场和芯片市场涉足较少，增长空间很大。在上游光芯片和光器件领域，主要是美日企业垄断，国产芯片集中在 10G 以下产品中，下游系统集成上我国优势较大。根据中国产业信息网，2011 年-2020 年全球光模块市场 CAGR 为 10%。

图表 41：2011-2020 年全球光模块市场规模及增速

图表 42：2017 年光模块及芯片国产化率情况



来源: 中国产业信息网, 中泰证券研究所



来源: 中国产业信息网, 中泰证券研究所

5.2 布局光模块, 培育新的业绩增长点

- 收购江苏奥雷光电, 负责光模块业务。**公司于 2016 年 6 月完成对江苏奥雷光电有限公司 63.83% 股权的收购, 并入奥雷光电后公司 2017 年的光通信器件产品销售量、生产量分别较上年增长 104.26%、101.03%。江苏奥雷光电作为公司的控股子公司, 主要负责公司的光模块业务, 即各种光电子产品以及与其应用领域相关的配套器件和设备的研发生产。奥雷光电的光通信器件具有从器件的封装, 到光纤耦合组件, 到光电转换模块的纵向集成的技术和开发能力。江苏奥雷光电还基于光传输技术, 不断开发新的光电传输器件, 以及光传输模块和子系统, 提供光传输的增值服务, 为客户提供最有效的方式达到高带宽的传输目的。奥雷产品广泛应用于光通信, 无线 3G 直放站通信, 各类监控视频传输, 以及工业以太网控制等领域。

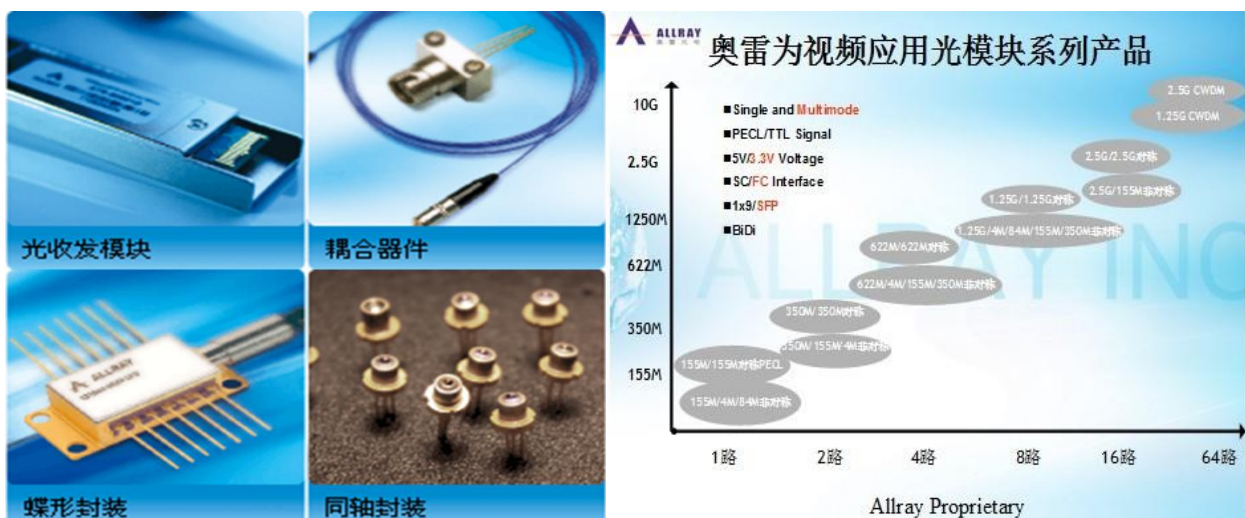
图 43: 光通信器件 16、17 年生产销售库存情况(单位: 万只)

	2017 年	2016 年	同比增长
销售量	192	94	104.26%
生产量	195	97	101.03%
库存量	9	6	50.00%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 民品市场前景可观, 军工领域延伸可期。**江苏奥雷光电自成立以来, 以光通信技术为基础, 不断扩大通信市场, 保持稳定增长的同时, 开拓光通信技术的新应用。智能道路交通, 安防监控, 智能电网的调度和控制都开始使用光链接, 其优点除了高带宽外, 还有耐高温、抗干扰、低功耗等优点。江苏奥雷在电力行业内的应用刚刚开始, 已经进入南自、南瑞、许继等大型上市公司, 未来几年的用量将快速增长; 另外, 江苏奥雷产品在极端环境下的特性, 可以进一步延伸到航天、航空、兵器等更高环境要求的产品。

图 44: 奥雷光电部分产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

6. 科工十院唯一上市公司，资本运作值得期待

- 体外优质资产丰富，资产证券化率较低，资本运作可期。中国航天科工集团第十研究院（简称十院）的前身为〇六一基地，是1964年经中央专委批准，1965年开始建设，1970年建成投产的地空导弹武器系统科研生产基地；2015年经中央编办批复，转型升级为中国航天科工集团第十研究院。十院所属单位涉及机械、电子、电器、化工、冶金等行业，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；设有航天科工集团元器件筛选中心和软件测评站等型号研制生产技术支持机构。科工十院下有航天电器、航天医院、航天控制、航天电科、航天测试、航天南海、航天天马、航天乌江、凯星液力、梅岭电源、群建精密、智慧农业等多家子公司，航天电器作为唯一上市公司，2017年末总资产及营收只占十院的20%左右，资产证券化率较低，后续的资金运作可期。

图表 45: 科工十院和航天电器 2017 年资产等财务状况(单位: 亿元)

	总资产	净资产	营业收入	净利润
航天十院	200.11	105.13	127.59	8.27
航天电器	43.92	23.72	26.12	3.11

来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

图表 46: 航天科工十院下优质资产

公司名称	主营范围	人才队伍	获得奖项
贵州梅岭电源有限公司	主要产品包括锌银蓄电池、锌银贮备电池、热电池、锂亚硫酰氯电池、锂离子电池、高压氢镍电池、锌空电池、铅酸电池、电池充放电及检	公司现有在岗职工 915 人，研究生 43 人（硕士学位 82 人）、大学 194 人。	先后荣获全国科学大会奖、国家发明奖、国家科技进步特等奖/一等奖、国防科技进步特等奖/一等奖、国家载人航天突出贡献奖、高新工

测设备等。

程突出贡献奖、探月工程突出贡献奖等 20 余项国家级科技成果奖和荣誉，以及 100 余项省部级科技成果奖。

贵州航天控制有限公司

主要研制和生产惯性技术、伺服技术、油田测控技术和工业大数据产品。

公司人才素质较高，本科及以上学历员工占员工总数的 40%。

公司研制生产的产品曾获全国科学大会奖、国家科技进步奖，并立功为“神六”、“神七”载人航天飞船配套。

来源：梅岭电源公司微信公众号，航天科工十院官网，中泰证券研究所

- **梅岭电源：集研究、设计、试制与批生产为一体，承担我国航天和武器装备电源的研制和生产任务。**贵州梅岭电源有限公司原名为梅岭化工厂，代号国营三四〇一厂，是第一批实行厂所合并的军工企业，第一批获得国家军工产品科研生产许可证的单位之一。公司曾被认定为“航天电源专业技术中心”、“高新技术企业”“贵州省新型化学电源工程技术中心”、“国防科技工业认定企业技术中心”、“贵州省首批创新型领军企业”，2015 年国家科技部批准建立“特种化学电源国家重点实验室”，并于 2009 年取得总装备部“武器装备承制单位资格”。公司是一个集研究、设计、试制与批生产为一体的国有大型企业，具备年产 18000 只单元热电池和 1800 台锌银电池的能力。公司设备精良齐全，工艺先进精湛，承担了我国各类弹、箭、星、船等航天和武器装备配套电源的研制和生产任务，对国家各类武器和航天飞行器用电源及其电源配套检测设备的配套率达 90% 以上。公司技术力量雄厚，人才队伍素质高，不仅本科及以上学历员工占员工总数的比例较高，还拥有国家军标委专家 1 人，国家电子元器件专业组专家 1 人，享受国务院政府津贴 3 人，集团突出贡献专家 2 人，集团学术技术带头人 3 人，省管核心专家 1 人，全国技术能手 1 人，3 人获得全国五·一劳动奖章。
- **航天控制：经营稳健，连续多年盈利，军品配套陆、海、空、火箭军四大军种，民品行销全国。**各大油田，贵州航天控制技术有限公司（3405 厂、贵州航天自动化控制设备研究所），是我国航天伺服机构、惯性器件、油田测控装备的主要研制生产企业。公司成立 52 年以来，始终坚持“科技有限、军民融合”的发展战略，公司的一体化能源航机处于行业领先地位，公司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。公司是贵州省高新技术企业、贵州省级企业技术中心、中国航天科工集团公司精密加工工艺分中心。公司从 1970 年建成投产以来，连续多年盈利，是从未亏损过的企业。公司控股贵州航天凯山石油仪器有限公司。
- **航天电器将投资组建新公司，加快产业布局。**航天电器 2019 年 2 月 22 日发布公告，公司与东莞市扬明精密塑胶五金电子有限公司（以下简称东莞扬明）拟合资新设广东华旃电子有限公司（暂定名，以下简称广东华旃），广东华旃注册资本 20,000 万元，其中航天电器以现金方式出资 10,200 万元、出资比例为 51.00%，东莞扬明以实物资产及现金出资 9,800 万元、出资比例为 49.00%。拟成立子公司的经营范围主要为：连接器、精密模具和精密零件研发、生产和销售（最终以有权工商行政管理部门核准的经营范围为准）。作为国内电子信息产业核心聚集区域，珠江三角洲地区电子元器件市场空间大，若航天电器投资组建新公司顺利，

将促进公司在珠三角地区产业布局的步伐，拟成立的新公司将借助航天电器在技术、品牌、营销渠道等方面的优势，结合东莞扬明精密模具、精密零件制造能力，打造民用连接器研制生产基地，充分利用珠三角地区的人才、区位、产业链配套优势，拓展公司业务发展空间，扩大产业规模，提升航天电器的市场竞争力，持续增强公司盈利能力。

7. 盈利预测与估值

7.1 盈利预测与投资建议

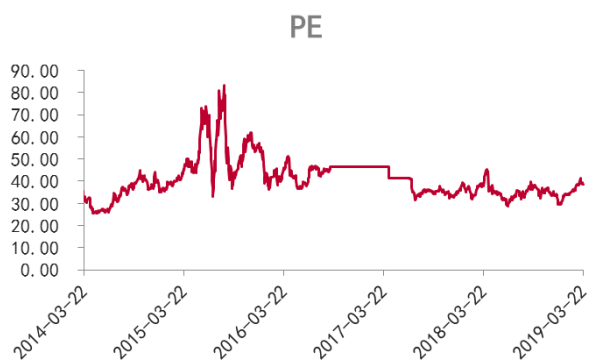
- **关键假设：**（1）**连接器：**连接器是公司目前的主要业务，收入占比 60% 左右，且以军用连接器为主。受益于国防支出预算的增加及军品业务的增长，我们预测公司 18/19/20 年这部分业务将分别保持 4%/15%/15% 左右的增长，毛利率维持在 38% 左右；（2）**电机：**公司微特电机产品主要为十大军工集团配套，这项业务占公司营收比重 20% 左右，我们预测这项业务未来三年将以 6%、25%、25% 的速度增长，毛利率维持在 25% 的水平；（3）**继电器：**公司继电器以军用配套为主，产品定位高端，毛利率较高，占公司营收比重 10% 左右，毛利率在所有产品中相对最高，我们预测这项业务未来三年将呈现 10%、25%、25% 这样一个趋势的增长，毛利率维持在 45% 的水平；（4）**光器件：**公司近年来才开始布局光模块，因此这项业务占公司营收比重较小，但体量小意味着增长的速度相比于其他业务可能更快，所以我们预测这项业务未来三年保持将保持 60%-65% 左右的增长，毛利率维持在 28% 的水平；（5）**其他业务：**我们预测其他业务未来三年保持将保持 20% 左右的增长，毛利率维持在 50% 的水平。
- **盈利预测：**根据上述假定，暂不考虑外延收购并表，我们预计公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 3.61、4.38、5.35 亿元，对应每股收益分别为 0.84、1.02、1.25 元/股。

7.2 相对估值

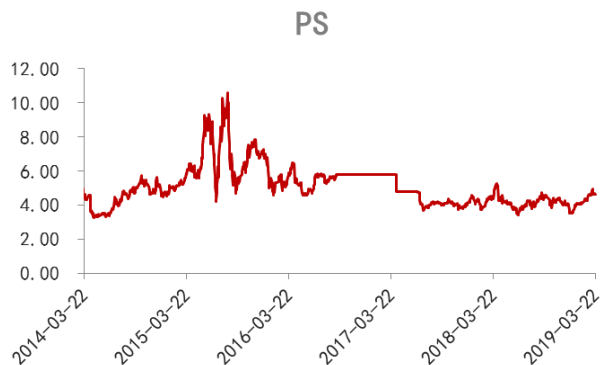
- 我们预测公司 2018-2020 年实现收入分别为 28.08/33.97/41.51 亿元，同比增长 7.48%/21.01%/22.18%；实现归母净利润 3.61/4.38/5.35 亿元，同比增长 16.08%/21.14%/22.19%；对应 18-20 年 EPS 分别为 0.84/1.02/1.25 元，当前股价对应 PE 分别为 33 倍、28 倍、23 倍。考虑到公司是国内军用连接器龙头，下游业务前景广阔，订单充足等优势，公司可以享受较高的估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 47: 公司近五年 PE

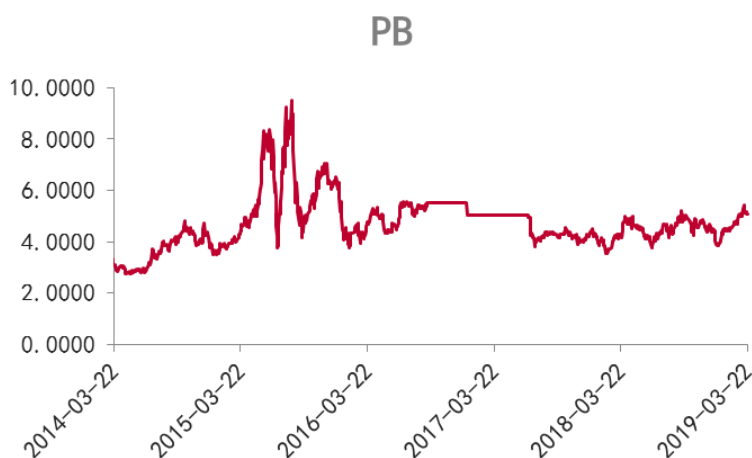
图表 48: 公司近五年 PS



来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: 公司近五年 PB


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: 可比公司估值对比

股票代码	公司	最新价	EPS			PE			PB
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
002475.SZ	立讯精密	24.50	0.53	0.61	0.85	46.23	40.16	28.82	6.50
300115.SZ	长盈精密	13.55	0.63	0.49	0.68	21.51	27.65	19.93	2.82
600893.SH	电连技术	26.70	3.01	1.68	2.16	8.87	15.89	12.36	2.30
002179.SZ	中航光电	42.32	1.04	1.28	1.61	40.69	33.06	26.29	5.79
平均值						29.32	29.19	21.85	4.35

来源: wind, 中泰证券研究所

8.风险提示

- **(1) 宏观经济下滑风险:** 18 年中美之间摩擦不断, 对我国有一定的负面影响。此外我国经济自身下行压力较大, 若宏观经济增速放缓, 可能会导致公司的业务受到较大影响。
- **(2) 军品业务进展不及预期:** 公司的军品业务是主力, 覆盖几乎所有军工领域。由于军改对于不同军工领域的影响存在差异, 因此可能会存在部分领域订单的恢复不及预期的风险。
- **(3) 元器件领域竞争加剧:** 虽然公司在军品领域处于龙头地位, 也有较高的技术壁垒, 但是像中航光电这样的竞争对手实力也非常强大, 在民品领域竞争更加激烈。

图表 51: 财务预测表

损益表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,256	2,612	2,808	3,397	4,151
增长率	20.4%	15.8%	7.5%	21.0%	22.2%
营业成本	-1,454	-1,666	-1,819	-2,211	-2,841
% 销售收入	64.5%	63.8%	64.8%	65.1%	68.4%
毛利	802	946	988	1,186	1,310
% 销售收入	35.5%	36.2%	35.2%	34.9%	31.6%
营业税金及附加	-7	-8	-14	-17	-21
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-61	-98	-89	-119	-104
% 销售收入	2.7%	3.8%	3.2%	3.5%	2.5%
管理费用	-418	-467	-434	-515	-529
% 销售收入	18.5%	17.9%	15.5%	15.2%	12.7%
息税前利润 (EBIT)	315	373	451	535	656
% 销售收入	14.0%	14.3%	16.1%	15.7%	15.8%
财务费用	23	13	14	16	17
% 销售收入	-1.0%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	15	23	16	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
% 税前利润	0.6%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	356	410	483	567	689
营业利润率	15.8%	15.7%	17.2%	16.7%	16.6%
营业外收支	11	12	12	12	12
税前利润	367	421	494	579	702
利润率	16.3%	16.1%	17.6%	17.0%	16.9%
所得税	-46	-46	-62	-62	-77
所得税率	12.4%	10.9%	12.6%	10.8%	11.0%
净利润	292	345	401	486	594
少数股东损益	31	34	40	48	58
归属于母公司的净利润	261	311	361	438	535
净利润率	11.6%	11.9%	12.9%	12.9%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	292	345	401	486	594
加: 折旧和摊销	78	83	80	82	85
资产减值准备	15	23	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	-19	-17	-14	-16	-17
投资收益	-2	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	31	34	40	48	58
营运资金的变动	-101	-235	-242	-243	-486
经营活动现金净流	241	186	223	308	174
固定资本投资	-19	-50	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-120	-71	-59	-59	-49
股利分配	-107	-107	0	-110	-106
其他	16	-5	-32	16	247
筹资活动现金净流	-91	-112	-32	-95	140
现金净流量	30	3	132	154	266

资产负债表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	857	936	1,067	1,221	1,487
应收款项	1,806	2,309	2,114	3,238	3,301
存货	294	328	351	474	586
其他流动资产	35	49	48	66	75
流动资产	2,993	3,622	3,581	5,000	5,449
% 总资产	80.6%	82.5%	82.8%	87.4%	88.9%
长期投资	7	3	3	3	3
固定资产	500	492	451	407	361
% 总资产	13.5%	11.2%	10.4%	7.1%	5.9%
无形资产	87	87	79	71	63
非流动资产	723	770	746	718	679
% 总资产	19.4%	17.5%	17.2%	12.6%	11.1%
资产总计	3,715	4,392	4,326	5,718	6,127
短期借款	0	0	0	0	90
应付款项	887	1,302	881	1,897	1,590
其他流动负债	60	76	76	76	76
流动负债	946	1,377	957	1,973	1,755
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	182	185	185	185	185
负债	1,128	1,562	1,142	2,158	1,940
普通股股东权益	2,155	2,372	2,687	3,015	3,584
少数股东权益	432	458	497	545	604
负债股东权益合计	3,715	4,392	4,326	5,718	6,127

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	0.61	0.73	0.84	1.02	1.25
每股净资产 (元)	5.02	5.53	6.26	7.03	8.35
每股经营现金净流 (元)	0.56	0.43	0.52	0.72	0.41
每股股利 (元)	0.25	0.25	0.00	0.26	0.25
回报率					
净资产收益率	12.11%	13.13%	13.45%	14.52%	14.93%
总资产收益率	7.85%	7.87%	9.27%	8.49%	9.69%
投入资本收益率	18.14%	19.49%	20.71%	22.44%	24.89%
增长率					
营业总收入增长率	20.44%	15.77%	7.48%	21.01%	22.18%
EBIT增长率	10.89%	15.90%	24.52%	19.05%	23.32%
净利润增长率	11.90%	19.28%	16.08%	21.14%	22.19%
总资产增长率	14.93%	18.22%	-1.50%	32.17%	7.16%
资产管理能力					
应收账款周转天数	133.8	148.7	148.7	148.7	148.7
存货周转天数	49.0	42.9	43.5	43.7	46.0
应付账款周转天数	135.0	155.8	145.4	150.6	148.0
固定资产周转天数	74.6	68.4	60.4	45.4	33.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-36.17%	-37.72%	-38.35%	-41.76%	-56.70%
EBIT利息保障倍数	-12.9	-26.2	-30.5	-33.2	-38.4
资产负债率	30.36%	35.57%	26.39%	37.74%	31.66%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。