

中央经济会议再提国企改革，改革主线投资价值显著

—军工行业周报 20191216

军工行业周报

2019年12月16日

报告摘要:

● 行情回顾

本周沪深 300 指数上涨 1.69%，国防军工板块下跌 0.05%，军工板块超额收益为-1.74%。从行业来看，在中信 29 个一级子行业中，军工行业排名第 27 位。板块整体估值 58X，处于十年估值中枢偏下位置。

● 本周核心观点

我们认为军工板块中长期有望获得超额收益，坚定看好“成长+改革”逻辑：成长方面，①2019年我国军费预算增速为7.5%，且近年来增速保持稳定；②《新时代的中国国防》披露，2017年我国装备费占军费的比例上升至41.1%，武器装备采购投入增加；③2019Q3，军工行业119家上市公司实现归母净利润157.13亿元，同比增长13.47%，环比二季度提高1.49pct，行业基本面持续向好。改革方面，①央企混改不断推动，目前南北船战略性重组已经完成，未来军工资产证券化率有望持续提升；②国务院颁布最新的央企上市公司股权激励政策，后续相关公司股权激励计划值得期待；③军品定价机制改革落地有望改善行业生产效率。

● 本周事件点评

中央经济会议再提国企改革，军工改革主线投资价值显著。在此次的中央经济工作会议中，国企改革方面，会议提出“要加快国资国企改革，推动国有资本布局优化调整”、“要制定实施国企改革三年行动方案，提升国资国企改革综合成效”。2019 年以来，国企改革进程不断加快，在军工行业内，中国船舶重工集团与中国船舶工业集团战略性重组大幅提升了军工国企改革的预期。在国家政策、会议多次强调下，我们认为军工改革投资主线仍有配置价值，未来有望获得超额收益。

● 建议关注

受益于主战装备进入批量生产阶段的核心主机厂：**中直股份、中航沈飞、中航飞机、内蒙一机**；保持稳定增长的军工上游电子元器件厂商：**中航光电、航天电器、火炬电子、鸿远电子**；国防信息化核心标的：**景嘉微、亚光科技**；业绩实现快速增长的材料领域厂商：**光威复材、钢研高纳、菲利华**；受益于国企改革带来的资产注入预期提升的标的：**四创电子**。

本周组合：中航沈飞、中直股份、航天电器、中航光电

● 风险提示

武器装备列装低于预期；科研院所改革不达预期。

盈利预测与财务指标

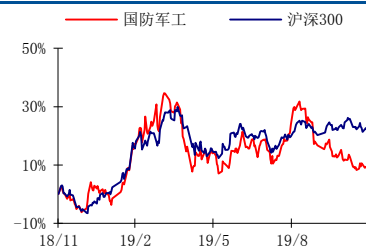
| 代码 | 重点公司 | 现价 12月13日 | EPS | | | PE | | | 评级 |
|--------|------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | |
| 600760 | 中航沈飞 | 30.03 | 0.53 | 0.64 | 0.78 | 57 | 47 | 39 | 推荐 |
| 600038 | 中直股份 | 47.12 | 0.87 | 1.09 | 1.35 | 54 | 43 | 35 | 推荐 |
| 002025 | 航天电器 | 26.17 | 0.84 | 0.99 | 1.20 | 31 | 26 | 22 | 推荐 |
| 002179 | 中航光电 | 39.08 | 1.22 | 1.09 | 1.35 | 32 | 36 | 29 | 推荐 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：王一川

执业证号：S0100518020001

电话：(010)85127513

邮箱：wangyichuan@mszq.com

相关研究

1. 民生军工行业周报：航空工业上市平台资源整合，资产注入预期增强 20191209
2. 民生军工行业周报：中航科工增持中直股份，内部资源整合推进 20191202

目录

| | |
|--|----|
| 一、本周核心观点 | 3 |
| (一) 成长逻辑：军费+装备费投入稳定提升，军工业绩增速向好 | 3 |
| (二) 改革逻辑：国企改革不断推进，行业经营效率提升 | 5 |
| (三) 建议关注 | 7 |
| 二、本周重点行业事件和公司事件点评 | 8 |
| 三、行情回顾 | 9 |
| 四、一周新闻汇总 | 11 |
| 五、一周公告汇总 | 13 |
| 六、近期重点投资方向 | 16 |
| (一) 军工电子专家，外延并购布局全新产业 | 16 |
| (二) 归母净利润增速放大，毛利率水平保持稳定 | 16 |
| (三) 军用连接器为主，民品有望逐步放量 | 18 |
| (四) 我国电机市场规模达 2073 亿元，电机业务持续稳定发展 | 20 |
| (五) 积极布局民用市场，光器件有望成为新增长点 | 21 |
| 七、风险提示 | 24 |
| 插图目录 | 25 |
| 表格目录 | 25 |

一、本周核心观点

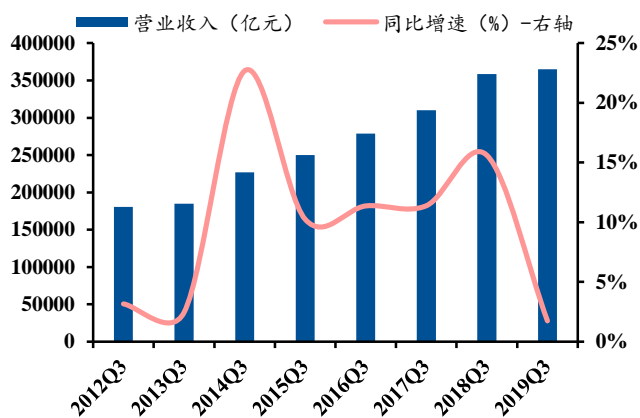
(一) 成长逻辑：军费+装备费投入稳定提升，军工业绩增速向好

①**军费稳定增长、装备费占比提升**。2019年，国防军费预算1.19万亿元，增速达到7.5%，实现多年稳定增长。《新时代的中国国防》白皮书中披露，2017年我国装备费占军费的比重为41.1%，近年来该比例不断提升，表明武器装备采购力度逐步增长；②**军改影响消除**。受军队体制编制改革影响，2016/2017年，军品采购不及预期，进入2019年，军改边际影响逐步减弱，军品采购有望恢复正常；③**行业五年规划末期**。目前行业正处于2016年至2020年的五年规划期，我国军品采购一般呈现前松后紧的态势，即五年规划的前三年军品采购处于谨慎控制状态，而最后两年会合理有效的加快采购进度。我们预计，2020年作为五年规划的最后一年，我国军品采购速度和体量都将增加，有望持续推动行业发展。④**军工基本面持续向好**。2019Q3，军工板块119家上市公司实现归母净利润157.13亿元，同比增长13.47%，较中报环比提高1.49pct，行业基本面持续向好。

1、军工三季报持续向好，航空子板块业绩贡献最大

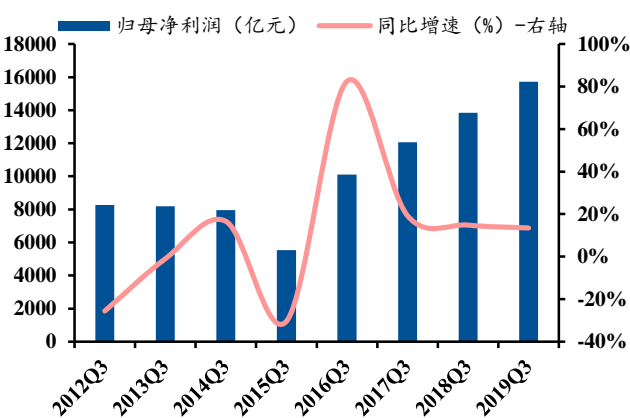
营收增速大幅放缓，业绩增速持续增长。2019Q3，军工板块119家上市公司实现营业收入3649.65亿元，同比增长1.74%；实现归母净利润157.13亿元，同比增长13.47%。前三季度，共计18家公司出现亏损，50家业绩同比增长，另有51家同比下降。从整体来看，军工板块前三季度业绩增速提升，较中报环比提高1.49pct，行业基本面持续向好。

图1：2019Q3 军工板块营收增长 1.74%



资料来源：wind，民生证券研究院

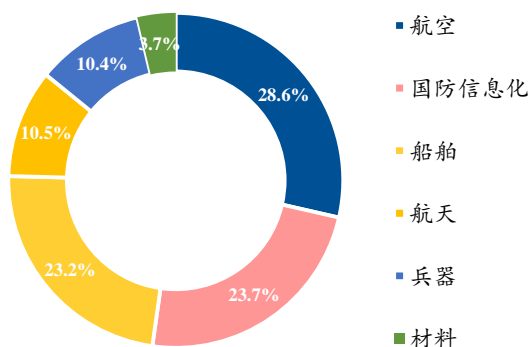
图2：2019Q3 军工板块业绩增长 13.47%



资料来源：wind，民生证券研究院

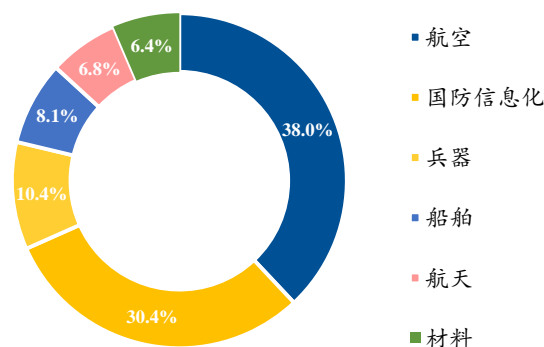
航空仍为业绩贡献最大的子板块，国防信息化和兵器板块紧随其后。营收方面，军工行业6个子板块中营收占比前三为航空、国防信息化和航天，分别为28.6%、23.7%和23.2%。归母净利润方面，占比前三的板块为航空、国防信息化和兵器，分别为38.0%、30.4%和10.4%。航空子板块仍为业绩贡献最大的子板块，兵器子板块在营收占比仅为10.4%的情况下业绩占比排名第三。

图 3：航空子板块对军工整体营收贡献最大



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：航空子板块对军工整体业绩贡献最大

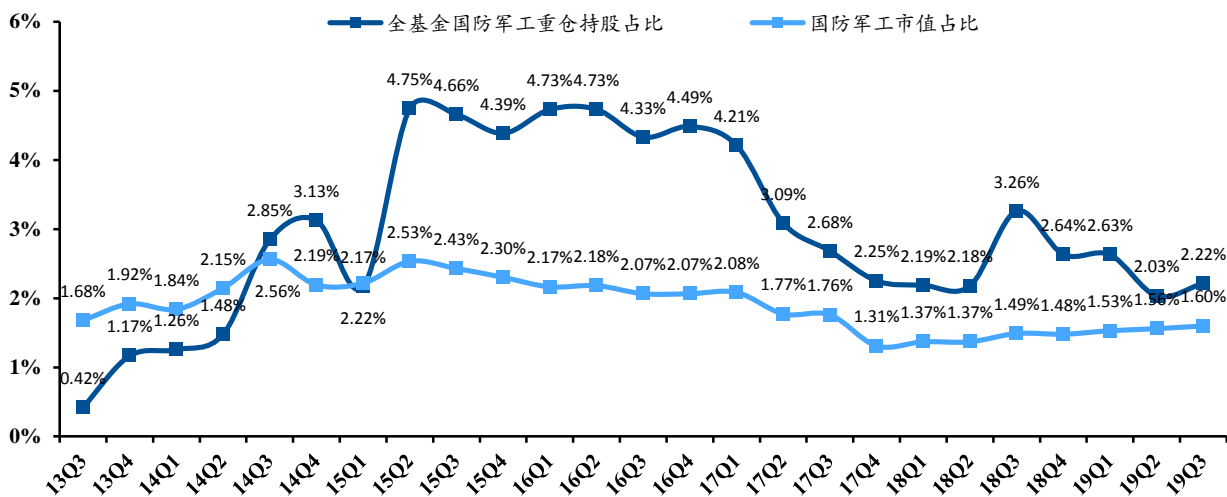


资料来源：wind，民生证券研究院

2、重仓持股比例略有回升，板块投资价值显著

2019Q3，国防军工重仓持股占全基金重仓持股比例为 2.22%，国防军工重仓持股市值为 241.69 亿元，较二季度分别上升 0.19pct 和 23.46 亿元。三季度国防军工市值占 A 股总市值的比例为 1.60%，较 2019Q2 环比提高 0.04pct，自 2017Q4 以来呈现稳定上升的趋势。从下图可见，军工重仓持股比例略有回升，但仍然处于底部状态，板块投资价值显著。

图 5：2019Q3 国防军工重仓持股比例略有回升，国防军工市值占比保持稳定增长

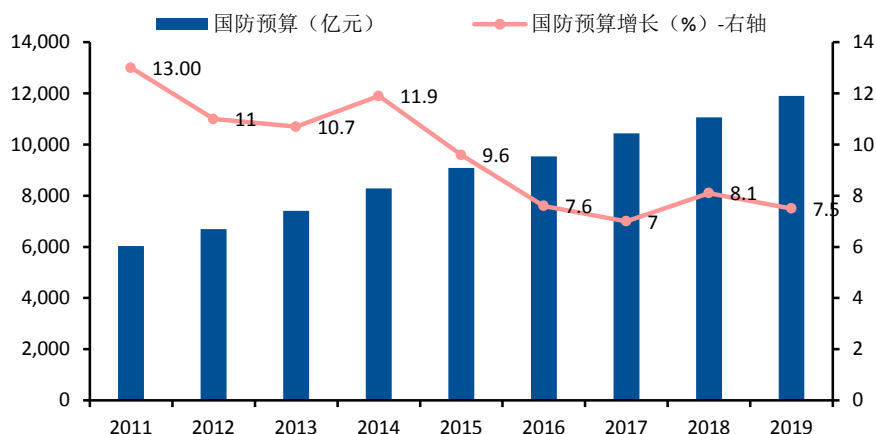


资料来源：wind，民生证券研究院

3、军费增速稳定在 7.5%左右，装备费占比持续提升

军费稳定增长，装备费占比提升。近年来，我国军费预算增长稳定，增速保持在 7.5% 左右，自 2017 年以来连续三年军费预算突破万亿。我国军费的构成包括人员生活费、训练维持费和装备费。根据《新时代的中国国防》白皮书披露，装备费的占比持续提升，自 2010 年的 33.2% 提升至 2017 年的 41.1%。随着我国军费稳定增长以及装备费支出比例的提升，装备采购力度有望加大。

图 6：我国军费增长稳定，近年来增速保持在 7.5% 左右



资料来源：中国军网，民生证券研究院

表 1：2010 年至 2017 年中国年度国防军费构成，装备费支出占比提升至 41.1%

| 单位：亿元 | 人员生活费 | | 训练维持费 | | 装备费 | | 合计 |
|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|----------|
| | 支出额 | 占比 | 支出额 | 占比 | 支出额 | 占比 | |
| 2010 | 1859.31 | 34.9% | 1700.47 | 31.9% | 1773.59 | 33.2% | 5333.37 |
| 2011 | 2065.06 | 34.3% | 1899.43 | 31.5% | 2063.42 | 34.2% | 6027.91 |
| 2012 | 1955.72 | 29.2% | 2329.94 | 34.8% | 2406.26 | 36.0% | 6691.92 |
| 2013 | 2002.31 | 27.0% | 2699.71 | 36.4% | 2708.60 | 36.6% | 7410.62 |
| 2014 | 2372.34 | 28.6% | 2679.82 | 32.3% | 3237.38 | 39.1% | 8289.54 |
| 2015 | 2818.63 | 31.0% | 2615.38 | 28.8% | 3653.83 | 40.2% | 9087.84 |
| 2016 | 3060.01 | 31.3% | 2669.94 | 27.4% | 4035.89 | 41.3% | 9765.84 |
| 2017 | 3210.52 | 30.8% | 2933.50 | 28.1% | 4288.35 | 41.1% | 10432.37 |

资料来源：《新时代的中国国防白皮书》，民生证券研究院

（二）改革逻辑：国企改革不断推进，行业经营效率提升

①**央企混改不断推进，军工资产证券化加速。**11月8日，国务院国资委发布《中央企业混合所有制改革操作指引》，央企混改进程显著加速，并且第四批超过100家混改试点企业已经推出。11月25日，国务院国资委宣布中国船舶重工集团与中国船舶工业集团合并完成，新设中国船舶集团，随着南北船的合并，我们认为未来船舶领域资产注入预期提升，军工资产证券化加速推进；②**军品定价机制稳步推进。**最新军品定价机制改革正在落实阶段，短期内对于军工企业的影响较小，但长期利好行业重塑和总装厂利润率提升；③**科研院所改制。**第一批41家科研院所改制试点仍在稳步推进，未来预计会有大量优质科研院所资产通过改制注入上市公司。

1、国企混改持续推进，南北船完成战略性重组

资本是促进军工混改的重要力量，第四批百余家混改名单已确定。2015年，国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，鼓励非公有资本参与国企混改，有序吸引外资参与国企混改，鼓励国有资本多种方式入股非国有企业，并提出在电力、石油、天然气、铁路、

民航、电信、军工等七大领域推进混改试点示范。截至目前，国家发改委已围绕上述七大领域推出三批共 50 家混改试点项目，国务院也审议通过了第四批混改试点名单，共有 160 家企业，资产总量超过 2.5 万亿元。

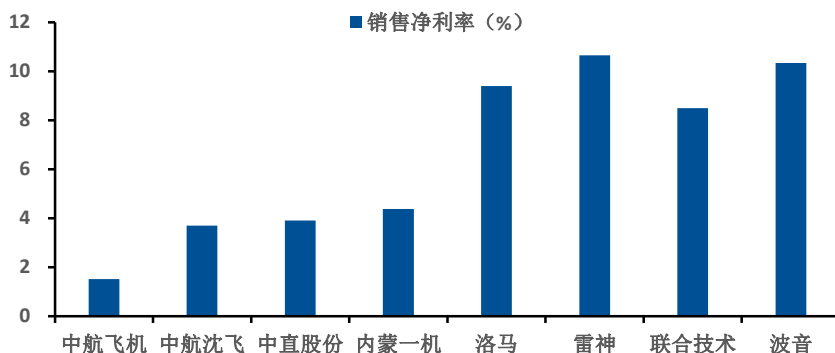
南北船战略性重组完成，中国船舶集团成立。7 月 1 日晚，南北船旗下上市公司均发布公告，披露中国船舶工业集团和中国船舶重工集团正在进行战略性重组。10 月 25 日，国务院国资委网站宣布，经国务院批准，中国船舶工业集团与中国船舶重工集团实施联合重组，新设中国船舶集团有限公司。两船合并后将有效减少同质化竞争，进一步去产能，提高产业集中度，增强国际竞争力，加快推动中国造船业高质量发展。11 月 26 日，中国船舶集团正式挂牌成立，并成为全球最大的造船集团，旗下拥有科研院所、企业单位和上市公司 147 家，资产总额达 7900 亿元，员工 31 万人，拥有我国最大的造修船基地和最完整的船舶及配套产品研发能力。在完成上市平台整合后，公司有望进一步加快资产注入进度，未来船舶领域有望获得超额收益。

2、定价机制改革：目标价格管理机制正式落地，进一步激励企业降本增效

定价机制市场化程度提升，从“成本加成”向“约束激励”演进。原有定价方法依据 1996 年出台的《军品价格管理办法》，遵循“保本微利”的原则，采用“成本加成”方法，将材料、制造费用、期间费用全部列入定价成本，军品定价=计划成本*(1+5%利润率)。由于成本加成法会造成成本的浪费，2013 年国家首次推进目标价格管理，即在单一来源采购以及竞争性谈判确定价格时，进行购置目标价格论证、过程成本控制、激励约束定价，军品定价 (P) = 计划成本 (C) + 目标价格 (CT) * 5% + 目标激励约束利润 (PE)，其中约束激励的利润百分比限制在+5%与-5%之间。

总装单位受益最多，利润率有望达到 7% 以上。目前，军品总装厂普遍存在利润偏低的现象，与国外总装厂商平均 9% 的利润率相比有不小的差距。以 2018 年销售净利率为例，中航飞机 1.52%、中航沈飞 3.70%、中航沈飞 3.91%、内蒙一机 4.40%，整体总装企业利润率较低。军品定价引入目标价格管理机制后，结余部分将作为奖励按比例返还企业，总装厂降本增效意愿将更为强烈。我们估计：如果按照激励利润上限为 5% 的目标成本，总装企业理论销售利润率有望提升到 7% 以上。

图 7：国内外主要主机厂销售净利率对比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

（三）建议关注

①国庆 70 周年阅兵中 15 式主战坦克、轰-6N 新型战略轰炸机、直-20 直升机、东风-17 常规导弹、长剑-100 巡航导弹、东风-41 核导弹等武器装备均为首次亮相，随着全新主战装备的公开亮相，建议关注受益于主战装备进入批量生产阶段的核心主机厂：**中直股份、中航沈飞、中航飞机、内蒙一机**；

②电子元器件作为军工上游产业，其自身业绩的好坏直接反映了军工行业的业绩水平，2019 前三季度军工电子元器件核心厂商的业绩增长显著，建议关注保持稳定增长的军工行业上游电子元器件厂商：**中航光电、航天电器、火炬电子、鸿远电子**；

③十三五规划中提出，要大力推进国防信息化建设，特别是装备电子化、信息化、智能化、国产化，随着我国国防信息化建设投入不断增加，建议关注国防信息化核心标的：**景嘉微、亚光科技**；

④军工材料领域经历了较长时间的业绩低谷，目前板块业绩转好，建议关注业绩实现快速增长的材料领域厂商：**光威复材、钢研高纳、菲利华**。

⑤今年以来军工行业改革不断，南北船战略性重组带来了新一轮资产注入预期，各军工集团在“十三五”期间均有资产证券化率的目标，随着五年规划最后一年的到来，资产注入值得期待，建议关注：**四创电子**。

本周组合：中航沈飞、中直股份、航天电器、中航光电

二、本周重点行业事件和公司事件点评

1、行业事件点评

①事件：中央经济会议于 10-12 日举行，在国企改革方面，会议提出“要加快国资国企改革，推动国有资本布局优化调整”。

中央经济会议再提国企改革，军工改革主线投资价值显著。在最近的中央经济工作会议中，国企改革方面，会议提出“要加快国资国企改革，推动国有资本布局优化调整”、“要制定实施国企改革三年行动方案，提升国资国企改革综合成效”。2019 年以来，国企改革进程不断加快，在军工行业内，中国船舶重工集团与中国船舶工业集团战略性重组大幅提升了军工改革的预期。在国家政策、会议多次强调下，我们认为军工改革投资主线仍有配置价值，未来有望获得超额收益。

2、公司事件点评

①事件：12 月 11 日晚，国睿科技发布公告，公司与中铁电气化局集团有限公司、广州地铁集团有限公司、中铁民通（北京）投资有限公司组成联合体，共同参与投资了南昌 PPP 项目，公司负责的工程合同价为 7.48 亿元。

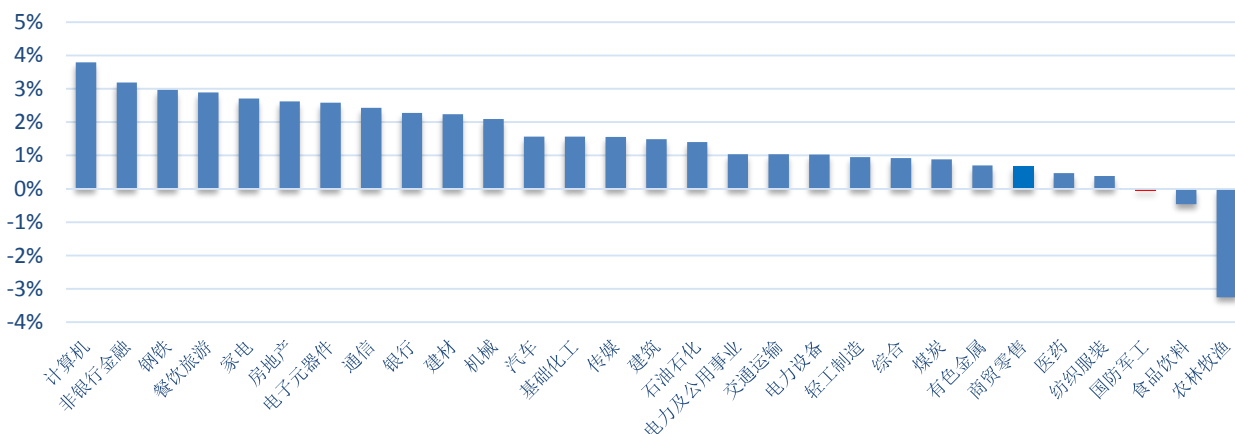
此前公司已公告参与南昌市轨道交通 3 号线工程部分项目，本次合同签订是公司投资参与南昌 PPP 项目的积极进展，合同金额占公司 2018 年经审计营业收入的 71.70%。项目预计的竣工日期为 2020 年 12 月 31 日，我们预计将对明年公司业绩产生积极影响。并且本项目是公司向省外市场开拓的重要举措，有利于提升公司在轨交业务上的市场竞争力。在项目实施中，公司将着重推动自主化信号系统、轨道交通智能运维系统等产品的应用，将有效提升轨交业务毛利率水平。我们看好公司未来在轨交业务上的发展前景。

公司拟收购国睿防务 100% 股权和国睿信维 95% 股权已获国防科工局、国务院国资委批复，并已获证监会受理。国睿防务从事以国际化经营为导向的雷达产品研制、生产、销售及相关服务业务，国睿信维从事工业软件的研发、销售及服务业务。两家标的 20-22 年的业绩承诺合计分别为 3.96 亿元、4.46 亿元和 5.13 亿元，将显著提升公司业绩水平。

三、行情回顾

本周沪深 300 指数上涨 1.69%，国防军工板块下跌 0.05%，军工板块超额收益为-1.74%。从行业来看，在中信 29 个一级子行业中，军工行业排名第 27 位。板块整体估值 58X，处于十年估值中枢偏下位置。

图 8：军工行业本周涨跌幅位居中信 29 个子行业中的倒数第 3 位



资料来源：wind，民生证券研究院

目前，军工行业整体动态估值为 57.6X，我们选取历史维度，历史中位数为 66X，当前估值水平为历史 34.81%分位点。

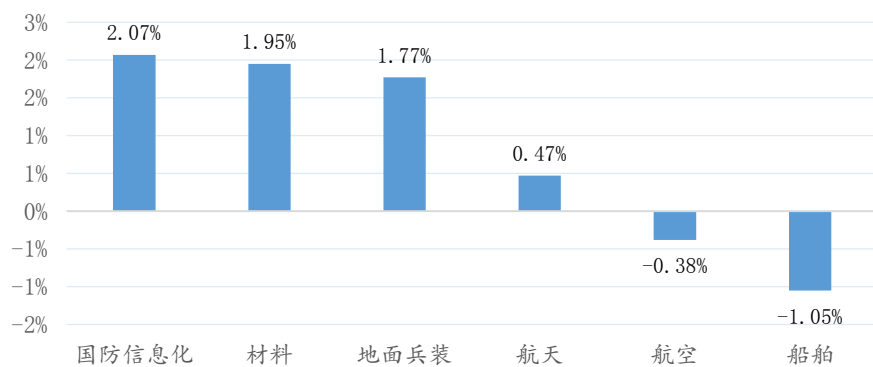
图 9：军工行业估值处于历史中枢偏下位置



资料来源：wind，民生证券研究院

军工六个子板块中，国防信息化、材料、地面兵装、航天、航空和船舶本周涨跌幅分别为 2.07%、1.95%、1.77%、0.47%、-0.38% 和 -1.05%。

图 10：军工行业六个子板块中国防信息化领域涨幅最大，达 2.07%



资料来源: wind, 民生证券研究院

本周, 军工行业涨幅前五的公司分别为, 鹏起科技 (23.58%)、耐威科技 (16.98%)、宏大爆破 (10.03%)、精准信息 (9.78%) 和康拓红外 (8.64%); 跌幅前五的公司分别为中国动力 (-11.55%)、盛路通信 (-7.97%)、天和防务 (-4.68%)、中航机电 (-2.75%) 和中兵红箭 (-2.27%)。

表 2: 本周军工行业涨跌幅前五公司

| 涨幅排名前五 | | | | 跌幅排名前五 | | | |
|--------|------|-------|--------|--------|------|-------|---------|
| 排名 | 公司 | 收盘价 | 涨幅 (%) | 排名 | 公司 | 收盘价 | 跌幅 (%) |
| 1 | 鹏起科技 | 1.31 | 23.58% | 1 | 中国动力 | 19.23 | -11.55% |
| 2 | 耐威科技 | 20.05 | 16.98% | 2 | 盛路通信 | 9.24 | -7.97% |
| 3 | 宏大爆破 | 16.78 | 10.03% | 3 | 天和防务 | 24.06 | -4.68% |
| 4 | 精准信息 | 6.51 | 9.78% | 4 | 中航机电 | 6.73 | -2.75% |
| 5 | 康拓红外 | 9.18 | 8.64% | 5 | 中兵红箭 | 7.33 | -2.27% |

资料来源: wind, 民生证券研究院

本周重要股东交易活动主要包括, 盛路通信股东减持 557.34 万股, 减持金额为 5,370.50 万元; 菲利华股东进行了 7 次减持, 共减持 169.51 万股, 减持金额 3,560.55 万元; 东土科技股东进行了 4 次减持, 共减持 221 万元, 减持金额为 2,749.74 万元。

表 3: 本周重要股东交易汇总

| 公司 | 变动次数 | 总变动方向 | 净买入股份数 合计 (万股) | 增减仓参考市值 (万元) |
|--------|------|-------|-------------------|-----------------|
| 盛路通信 | 2 | 减持 | -557.34 | -5,370.50 |
| 菲利华 | 7 | 减持 | -169.51 | -3,560.55 |
| 东土科技 | 4 | 减持 | -221.00 | -2,749.74 |
| 长春一东 | 1 | 减持 | -141.33 | -2,100.66 |
| *ST 鹏起 | 1 | 减持 | -1,752.77 | -1,944.22 |
| 光威复材 | 1 | 减持 | -39.85 | -1,660.40 |
| 景嘉微 | 1 | 减持 | -8.00 | -548.61 |
| 瑞特股份 | 2 | 减持 | -3.44 | -31.55 |

资料来源: wind, 民生证券研究院

四、一周新闻汇总

【新浪网】中国造 4 艘战略核潜艇才具一定规模 造价≈8 艘航母。对于中国而言，更多更先进的远程和洲际弹道导弹的服役，让中国能够打击美国本土的核弹头数量和突防概率都有了大幅度的增加，核武器的攻击精度也明显提升，但就算中国所有的核弹头全部集中起来，其数量可能也无法满足冷战时期美苏都具备过的同时拥有发起先发制人核打击和二次核反击能的核弹头需求。

【新浪网】这款中国大狙精度一般却成功出口 该国司令试射。近日，有柬埔寨网友在网上发布了一段柬埔寨皇家武装部队副总司令兼皇家宪兵司令绍速卡将军视察部队的视频。在视频中，绍速卡将军体验了一款外形比较短粗的无托狙击步枪，经过仔细辨认后可以确认，这款狙击步枪为我国湖南轻工武器研究所研制的 LR2 型 12.7mm 反器材狙击步枪。该枪在 2012 年的第六届中国国际警用装备展上首次亮相，但是由于其工艺一般，且长期未有配套的狙击弹，精度也一般，所以外销和内销情况都不是很好。

【新浪网】中国预警机生产车间曝光 多架新机下线准备交付。预警机，是现代作战体系中非常重要的信息化装备之一；我军曾在很长的一段时期以内在此领域都是空白，只能依靠地面来进行指挥和控制。虽然早前我国军工也曾想方设法要攻破预警机难关，但由于当时自身能力的限制以及美国无理干涉，导致引进预警机计划失败。目前我国已陆续自研空警 200、空警 2000 以及空警 500 和出口型预警机，整体实现了飞越。

【新浪网】中国新型舰载侦察无人机曝光 还能当预警机用。随着无人机技术的深入发展，无人机应用已经越来越深入广泛，并成为了国防和民用的重要帮手，也成为了娱乐的好伙伴。日前，在第 20 届中国国际海事会展上，我国首次公开了 SG-60 舰载固定翼侦察无人机。从画面上能看到，SG-60 舰载固定翼侦察无人机体积较小，采用平直机翼（带翼尖小梢）+双尾撑气动布局，发射方式为弹射。

【新浪网】美媒：中国出口歼 10C 战机 伊朗和埃及或成主要买家。海外网 12 月 10 日电 美国军事杂志《军事观察》日前刊文称，中国歼-10C 战斗机以其优异的飞行性能和武器装备吸引了国际买家的关注，其中主要是中东和亚非买家。《军事观察》指出，歼-10C 战斗机的优势包括配备现代雷达系统、经过优化的飞行性能、机动性和最大飞行高度，最重要的是，它可以兼容包括中国“霹雳-15”超远程空空导弹在内的武器系统。而这一空空导弹不逊于俄罗斯 R-77 导弹和美国 AIM-120 导弹。

【新浪网】第一次！中方在海外官宣北斗全球组网关键节点。12 月 8 日，联合国全球卫星导航系统国际委员会（ICG）第十四届大会在印度班加罗尔开幕，会期 5 天。北斗卫星导航系统总设计师杨长风率中国代表团 50 余人出席大会并作北斗卫星导航系统更新报告。中方在会上宣布，今年底，北斗三号将完成所有中圆地球轨道卫星发射任务，北斗全球系统核心星座部署完成。明年，北斗全球系统将全面建成。

【新浪网】075 两栖舰正紧张舾装 一旁还有 071 和多艘 056 舰。我国海军新的 075 型两栖攻击舰，下水已有两个多月了，目前正在船厂进行后续的紧张舾装和调试工程。075 型两栖攻击舰

横空出世，既是情理之中也是意料之外，没有想到幸福来得这么突然，这艘数万吨的大型载机舰又创造了我国新的造舰速度记录。我国是海洋大国，对新型两栖装备也是有着迫切需求的；因此，在 071 综合登陆舰之后，又有了更强悍的 075 型两栖攻击舰。直通甲板构型的 075 型两栖攻击舰，就像一艘迷你航空母舰。它在航行的时候，这种感觉会更加强烈。

【新浪网】埃及海军出动中国造潜艇演习 发射美制潜射导弹。埃及海军近日在地中海举行大型海上综合演习，出动了“西北风”级两栖攻击舰、升级版 033 型潜艇以及反潜直升机等多种武器装备。其中一艘 849 号 033 型潜艇在演习中试射了一枚“鱼叉”潜射反舰导弹。

【新浪网】中国新型翼神七无人机亮相 首次采用菱形联翼布局。无人机，向来是航展等大型展会不可或缺的重要一员，在 2019 中国国际通用航空大会（西安航展）上，各个参展商便展出了众多新型、新款无人机，性能先进，用途多样，科技感十足，成为本届西安航展的一大亮点。而在众多无人机产品中，东海县腾翔航空科技有限公司展出的一款采用联翼布局的无人机，尤为引人注目，它就是翼神七中型多用途（察打一体）无人机。

【新浪网】歼 20 为提升性能减重 1500 公斤 首次使用机器人喷涂。为了尽量提高歼-20 飞机性能，按照设计师的计算，飞机就必须比三代机减重 1500 千克，这是一个高难任务，为此，飞机必须采用大量先进复合材料，比例大幅度超越歼-10 的 6%和歼-11B 的 12%，超过 20%，这是一个很难的任务。由于隐身需要，表面需要喷涂多层涂料，而且要求厚度均匀，厚度精度极高，为此不得不使用机器人喷涂，除了普通机身外表面的喷涂机器人之外，还必须开发 S 型大弯曲进气道喷涂机器人，这是一个巨大的进步。

五、一周公告汇总

1、减持公告

【**华测导航**】公司股东王向忠合计减持 17.14 万股，占公司总股本的 0.07%，股东尚坤投资、朴东国先生、高占武先生未减持，减持计划时间已过半。（12 月 09 日）

【***ST 鹏起**】公司股东曹亮发合计减持 3505.54 万股，占公司总股本的 2%，减持计划已到期。（12 月 09 日）

【**天和防务**】公司股东贺增林及其一致行动人刘丹英决定提前终止目前实施的减持计划，减持期间共减持公司股票 910.36 万股，占公司总股份的 3.79%；并实施新的股份减持计划，计划共减持 1920 万股，占公司总股份的 8%。（12 月 09 日）

【**盛路通信**】公司股东何永星合计减持 1264.31 万股，占公司总股本的 1.41%；股东李再荣合计减持 1120.01 万股，占公司总股本的 1.25%，减持计划已完成。（12 月 10 日）

【**亚光科技**】公司股东华泰瑞联减持公司股份 1007 万股，占公司总股本的 1%，减持计划已届满。（12 月 10 日）

【**瑞特股份**】公司股东中科江南减持计划时间过半但未减持股份。（12 月 11 日）

【**盛路通信**】公司股东杨振锋计划减持股份不超过 549.49 万股，即不超过公司总股本的 0.62%；股东孙小航先生计划减持股份不超过 408.54 万股，即不超过公司总股本的 0.46%。（12 月 12 日）

【**光威复材**】公司股东秉威合伙减持计划实施完毕，合计减持 530.4 万股，占公司总股本的 1.02%。（12 月 12 日）

【**菲利华**】公司股东邓家贵、吴学民减持数量已过半，合计减持 173 万股，占公司总股本的 0.51%。（12 月 12 日）

【**长春一东**】公司股东一汽股权投资公司减持 141.33 万股，减持比例为 1%，减持计划时间过半。（12 月 13 日）

【**瑞特股份**】公司股东赵振江减持 1.44 万股股份，减持比例为 0.005%，减持计划实施完毕。（12 月 13 日）

【**新兴装备**】公司股东科桥嘉永计划减持不超过 117.35 万股股份，不超过公司目前总股本的 1%。（12 月 13 日）

2、回购公告

【**大立科技**】公司拟回购资金总额不低于 5000 万元，不超过 10000 万元，预计回购股份 337.84 万股至 675.68 万股，约占公司目前已发行总股本的 0.74%至 1.47%。（12 月 09 日）

【**中航光电**】公司累计回购股份 29.63 万股，约占公司总股本的 0.03%，公司拟终止回购股份方案。（12 月 09 日）

3、 质押公告

【**银河电子**】公司股东银河电子集团将 9400 万股股份办理了解除质押,占其所持股份的 39.26%;将 8300 万股股份办理了再质押,占其所持股份的 34.67%。(12 月 09 日)

【**航新科技**】公司股东李凤瑞将 50 万股股份办理了解除质押,占公司总股本的 0.21%。(12 月 09 日)

【**泰豪科技**】公司股东泰豪集团将 765 万股股份办理了解除质押,将 920 万股股份办理了再质押。(12 月 11 日)

【**威海广泰**】公司股东李光太将 1654 万股股份办理了解除质押,占其所持股份 31.48%。(12 月 11 日)

【**湘电股份**】公司股东湘电集团将 1000 万股股份办理了质押,占公司总股本的 1.06%。(12 月 11 日)

【**亚光科技**】公司股东太阳鸟控股将 1000 万股股份办理了质押,占公司总股本的 0.99%。(12 月 11 日)

【**应流股份**】公司股东应流投资将 2490 万股股份办理了质押,占公司总股本的 5.10%。(12 月 12 日)

【**菲利华**】公司股东吴学民将 700 万股股份办理了质押,占其所持股份的 10.98%;将 911 万股股份办理了解除质押,占其所持股份的 33.32%。(12 月 12 日)

【**ST 抚钢**】公司股东东北特钢集团将 4000 万股办理了解除质押及再质押,占公司总股本的 2.03%。(12 月 12 日)

【**合众思壮**】公司股东郭信平将 1798.79 万股办理了解除质押及再质押,占公司总股本的 2.41%。(12 月 13 日)

4、 其它公告

【**光威复材**】公司符合解除限售条件的激励对象共计 19 人,可解除限售的限制性股票数量合计 126 万股,占公司目前总股本的 0.24%。(12 月 09 日)

【**中航光电**】公司激励计划的激励对象合计 1182 人,拟向激励对象授予 3149.34 万股股票,约占公司总股本的 2.94%。(12 月 09 日)

【**威海广泰**】公司取得军方某部的军品无人机中标通知书,中标金额合计为 4202 万元;公司与军方某部签订了《装备订购合同》,合同金额为 4650.2 万元。(12 月 10 日)

【**航天晨光**】公司转让所持有的重庆航天新世纪卫星应用技术有限责任公司 52.95% 股权,本次交易的受让方为重庆华谱测导航科技有限责任公司,最终价格为 5824.5 万元,交易已完成。(12 月 10 日)

【**泰豪科技**】公司决定对 110 名首次激励对象授予的限制性股票办理第二次解锁,本次共解锁

限制性股票 682.50 万股。（12 月 10 日）

【宏大爆破】公司本次回购注销已获授但尚未解锁的限制性股票共 5.26 万股。预计本次回购注销完成后，公司股份总数将由 70710.90 万股变更为 70705.64 万股。（12 月 11 日）

【晨曦航空】公司拟通过减资方式退出北方捷瑞，减资后公司不再持有北方捷瑞股权。（12 月 11 日）

【瑞特股份】公司拟对已获授但尚未解锁的合计 13.82 万股限制性股票进行回购注销。（12 月 11 日）

【国睿科技】公司与中铁电气化局集团有限公司、广州地铁集团有限公司、中铁民通（北京）投资有限公司组成联合体，共同参与投资了南昌市轨道交通 3 号线工程（B 部分）PPP 项目社会资本方采购项目，合同价为 74809.53 万元。（12 月 11 日）

【中海达】公司激励计划首次授予部分第三期解锁 483.6 万股，约占公司目前股本总额的 0.72%。（12 月 11 日）

【北斗星通】公司注销首次授予股票期权第一个行权期已届满未行权的股票期权 154.31 万份，占股权激励计划中股票期权总数的 20.57%。（12 月 12 日）

【中航电子】公司拟将子公司兰州万里航空机电有限责任公司目前承担的职工生活区“三供一业”业务、资产等实施分离移交。（12 月 12 日）

【光威复材】公司解除限售的激励对象共 19 人，解除限售的限制性股票数量为 126 万股，占目前公司总股本的 0.24%。（12 月 12 日）

【西仪股份】公司全资子公司承德苏垦银河有限公司拟投资 2000 万元在江苏省盐城市射阳县经济开发区设立全资子公司苏垦银河汽车部件盐城有限公司。（12 月 13 日）

【金信诺】公司拟与朱勤辉、杨静霞签署《关于江苏万邦微电子有限公司之股权回购协议》，拟将所持有的江苏万邦 2% 股权作价 1100 万元转让给朱勤辉、杨静霞。（12 月 13 日）

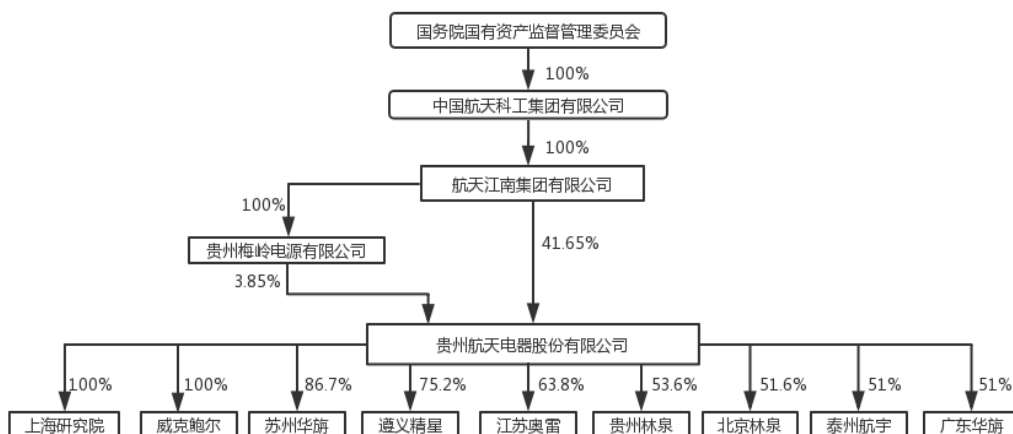
六、近期重点投资方向

本周我们发布了《航天电器公司深度：连接器+电机齐头并进，军品+民品协同发展》，我们认为公司目前估值水平相对较低，安全边际显著，建议持续关注。

（一）军工电子专家，外延并购布局全新产业

中国航天科工集团第十研究院下属上市公司，外延并购拓展新业务。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、梅岭化工厂、上海英谱乐惯性技术有限公司、国营风华机器厂、贵州航天凯天科技有限责任公司共同发起设立的股份制企业，于2001年12月30日成立，2004年7月在深圳证券交易所上市，是航天科工十院下属唯一上市平台。2007年4月公司完成定向增发，利用募集资金与中国江南航天工业集团林泉电机厂（现改制更名为“林泉航天电机有限公司”）合资组建贵州航天林泉电机有限公司，开始布局电机、遥测遥控设备、伺服控制系统等新业务。2016年8月，公司完成收购江苏奥雷63.83%股权，开拓光模块、光通讯器件领域。2019年3月，公司投资新设广东华旗，未来有望在通信连接器领域取得突破。

图 11：航天电器股权结构



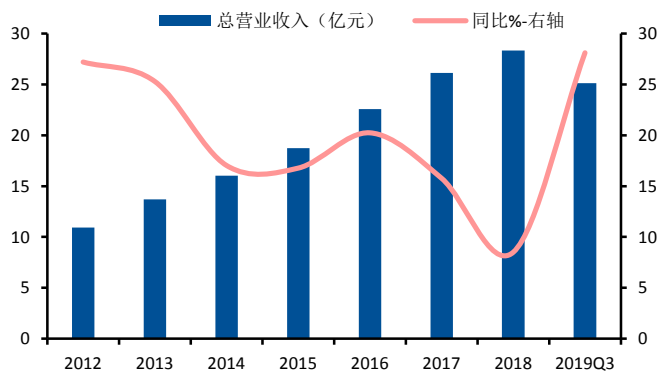
资料来源：公司年报，民生证券研究院

（二）归母净利润增速放大，毛利率水平保持稳定

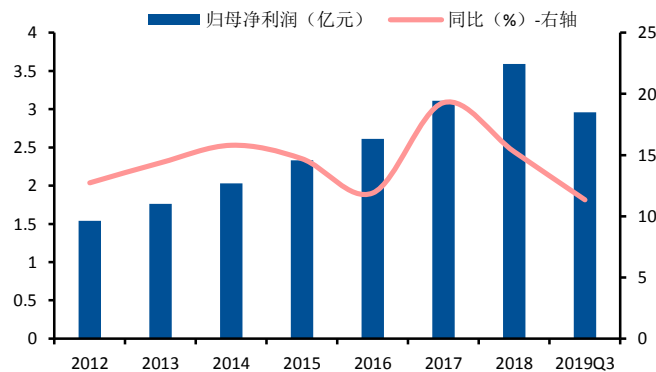
营收增速加快，归母净利润持续增长。2012年以来，公司营业收入和归母净利润始终保持增长态势。2012~2018年，公司营业收入从10.95亿元快速增长至28.34亿元，年复合增长率达17.17%；归母净利润从1.54亿元增长至3.59亿元，年复合增长率达15.15%。2019年前三季度完成营收25.12亿元，同比增长28.11%；归母净利润2.96亿元，同比增长11.34%。公司营收大幅增长的主要原因是公司坚持“横向拓展、纵向深入”的营销策略，加大产品推广和产能提升力度，主要业务板块订货、营业收入实现较快增长，其次是自2019年3月起，公司投资新设广东华旗电子有限公司开始并表。

图 12：2019Q3 公司营业收入增速为 28.11%

图 13：2019Q3 公司归母净利润增速为 11.34%



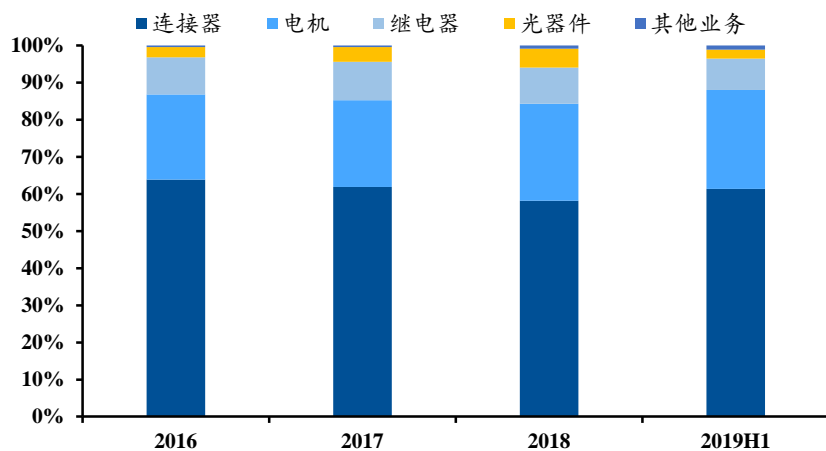
资料来源: wind, 民生证券研究院



资料来源: wind, 民生证券研究院

连接器业务为核心，电机业务占比提升。公司主营业务为连接器、微特电机、高端继电器、光电子产品、电缆组件的研制、生产和销售，产品用于航天、航空、电子、船舶、通信等高新技术领域配套。连接器是公司的核心产品，营收占比持续稳定在 60%左右。2016 年到 2019 上半年，微特电机板块营业收入占比分别为 22.94%、23.44%、26.15%和 26.64%，收入占比持续提升。近年来光器件收入占比明显提高，主要原因为自 2016 年公司完成了对江苏奥雷 63.83% 股权的收购，开始布局光模块相关业务。

图 14: 2019H1 连接器业务占比达 61.4%

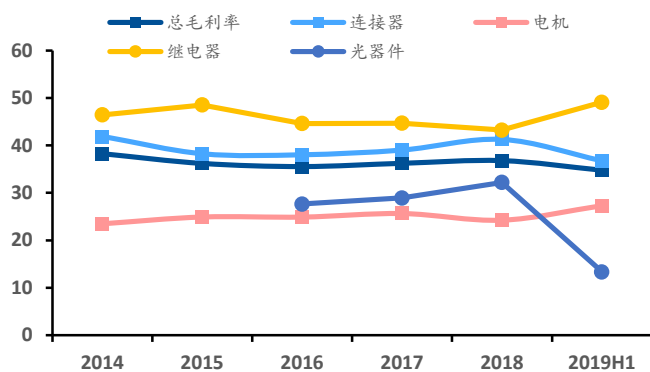


资料来源: wind, 民生证券研究院

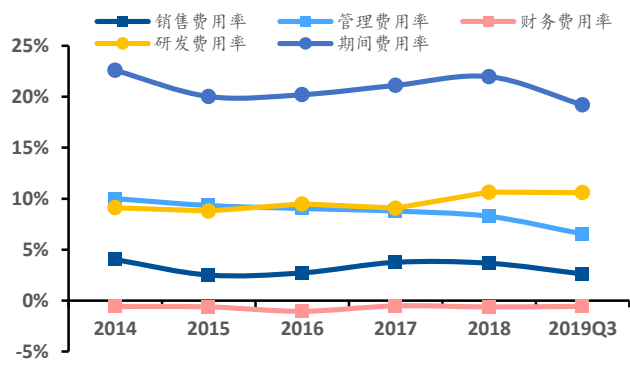
2019H1 公司毛利率保持稳定，继电器业务毛利率水平始终保持高位。2019H1，公司总体毛利率水平为 34.77%，同比略有下降，主要系报告期内毛利率较低的民用产品收入占营业总收入比例上升，并且生产所需的贵金属、特种化工材料供货价格上涨所致。近年来继电器业务毛利率始终处于高位，保持在 45%左右。2019 上半年，公司连接器、电机、光器件业务毛利率分别为 36.76%、27.29%和 13.34%，其中连接器板块和光器件板块毛利率出现下滑，电机板块毛利率略有提升。

图 15: 公司总体毛利率稳定在 35%左右

图 16: 2019Q3 期间费用率为 19.19%



资料来源: wind, 民生证券研究院



资料来源: wind, 民生证券研究院

2019Q3 期间费用率下降, 研发费用率持续提升。2019Q3, 公司期间费用率为 19.19%, 较去年同期下降 1.31pct。前三季度公司费用控制效果显著, 管理费用率和销售费用率均出现下降, 分别为 6.54% 和 2.62%。公司前三季度研发费用为 2.66 亿元, 较上年同期增长 28.59%, 系报告期内加大光电、高速互连、新能源互连、传输一体化和精密微特电机新产品、新工艺的研发投入所致, 研发费用率较去年同期保持稳定。整体来看, 公司费用控制能力较强, 未来期间费用率有望保持在 20% 左右。

(三) 军用连接器为主, 民品有望逐步放量

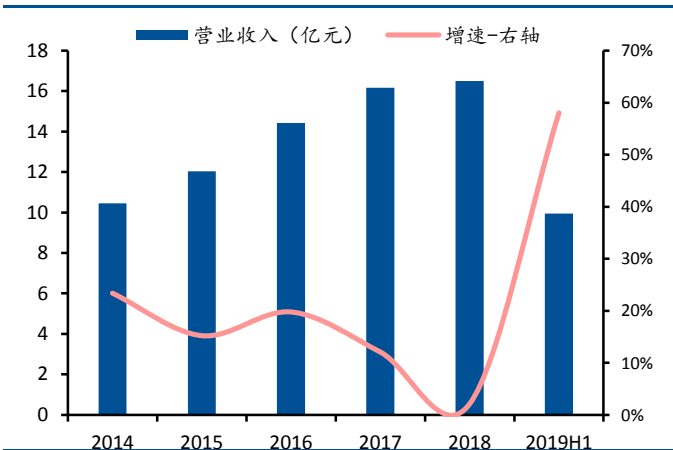
公司连接器产品以军品为主, 民品为辅。由于高端电子元器件产品订单具有小批量、多品种的特点, 公司产品生产采取“以销定产”模式; 公司产品销售采取直销模式, 70% 以上的产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户, 军品基本覆盖全部军工装备领域, 民品以通讯、石油、轨道交通、家电市场配套为主。

航天高密度发射常态化, 连接器板块增长趋势延续。公司为主要的航天连接器供应商, 2014 年至 2018 年连接器领域分别实现营收 10.45 亿元和 16.50 亿元, 年复合增长率为 12.10%, 高于我国军用连接器市场规模同期复合增速。2019H1, 连接器板块实现营收 9.94 亿元, 同比增长 58.05%, 板块增速大幅度提升。2018 年我国以 39 次航天发射活动的成绩位居全球第一, 预计 2019 年全年航天发射仍将超过 30 次。目前航天发射呈现高密度常态化趋势, 公司作为航天连接器的供应商, 连接器板块业绩有望持续增长。

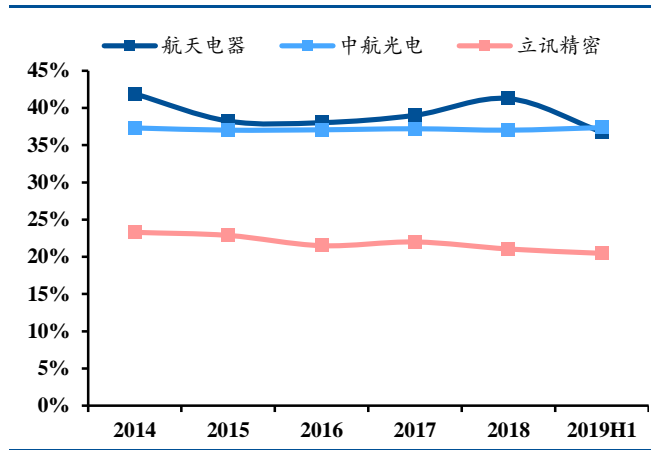
公司通信连接器业务不断提升, 华为是最大的客户。通信连接器分类较为模糊, 公司主要产品包括高速背板连接器、射频连接器、电源连接器等。根据调研信息, 公司与华为已合作超过 10 年, 华为已成为公司通信类第一大客户, 其次是中兴通讯、东土科技、烽火通信等。随着 5G 产业的不断发展, 基站的密度和数量较 4G 相比大幅提高, 所需的通信连接器也将快速增长。目前, 我国通信连接器仍以国外高端产品为主, 但国产连接器的技术水平也在不断进步, 在自主可控需求的不断推进下, 国产通信连接器的需求量将持续提升。公司的部分通信连接器产品还在与华为进行认证, 待认证完成后, 未来将作为增量对公司民品连接器领域贡献可观的业绩。

图 17: 2019H1 连接器业务同比增长 58.05%

图 18: 公司连接器业务毛利率稳定在 40% 左右



资料来源：公司官网，民生证券研究院



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司连接器业务毛利率维持在 40% 左右，与竞争对手相比略有优势。近年来，公司连接器业务毛利率始终保持在 40% 上下，与之相比，中航光电连接器业务毛利率维持在 37%，原因是公司连接器中毛利率较高的军品占比达到 70%，略高于中航光电中军品占比，而民品连接器龙头立讯精密近年来毛利率仅为 20% 出头。公司作为军用连接器龙头企业，未来将保持较高的毛利率水平。

公司 ROE 与竞争对手相比略低，但净利率较高。我们将公司与连接器龙头中航光电、立讯精密进行对比，2018 年三家公司的 ROE 分别为 14.18%、17.44% 和 19.15%。下面我们进行杜邦分析：

净利率方面，2018 年三家公司净利率分别为 14.25%、12.92% 和 7.85%，公司具有显著优势。各公司期间费用率分别为 21.97%、18.36% 和 11.44%，公司期间费用率同样最大。由于高毛利率的军品占公司营收的比重较大，公司整体毛利率水平较高，虽然期间费用率高，但高毛利率使公司净利率水平显著优于同类公司。

权益乘数方面，公司资产负债率较小，仅为 32.52%，中航光电、立讯精密的资产负债率分别为 50.54% 和 54.24%。从借款角度看，公司近年来没有任何借款，而中航光电和立讯精密 2018 年账面借款分别为 13.24 亿元和 72.33 亿元，借款占负债的比例分别为 19.72% 和 36.59%，并且中航光电于 2018 年底发行 13 亿规模的可转债，较 2017 年负债率将进一步提高。我们认为，公司的资产负债率较低和其产品结构有关，公司以军品为主，稳健发展为第一要务，产品的可靠性要求较高，而民品以成本控制为核心，需要规模效应产生较好收益水平，因此，民品占比较高的公司需要股权或者债权等形式募集资金，购买机器设备，扩充产能，提升盈利能力，从而导致其资产负债率较高。

表 4：公司近年来无借款

| 公司 | 借款 (单位：万元) | | | 资产负债率% |
|------|------------|------------|------------|--------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | |
| 航天电器 | - | - | - | 32.52 |
| 中航光电 | 67,079.17 | 71,158.42 | 132,369.17 | 50.54 |
| 立讯精密 | 314,628.36 | 524,122.85 | 723,277.32 | 54.24 |

资料来源：wind，民生证券研究院

总资产周转率方面，2018 年三家公司分别为 0.62、0.67 和 1.13，反映出民品龙头立讯精密的销售能力较强、资产利用效率较高。公司与中航光电军品占比均超过 50%，由于军工产品可靠性要求较高，导致其周转率较低。

通过杜邦拆分，我们发现公司 ROE 与竞争对手相比较低的原因主要为财务杠杆和总资产周转率较小，但在净利率上存在优势。

表 5：航天电器、中航光电和立讯精密杜邦分析对比

| | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 航天电器 | 毛利率 | 38.25% | 36.20% | 35.54% | 36.23% | 36.79% |
| | ROE | 11.89% | 12.45% | 12.68% | 13.76% | 14.18% |
| | 净利率 | 13.20% | 13.74% | 12.93% | 13.22% | 14.25% |
| | 权益乘数 | 1.55 | 1.62 | 1.69 | 1.79 | 1.80 |
| | 总资产周转率 | 0.60 | 0.62 | 0.65 | 0.64 | 0.62 |
| 中航光电 | 毛利率 | 32.81% | 33.70% | 33.75% | 35.04% | 32.56% |
| | ROE | 12.50% | 18.16% | 19.56% | 18.35% | 17.44% |
| | 净利率 | 10.72% | 12.77% | 13.26% | 13.62% | 12.92% |
| | 权益乘数 | 2.13 | 2.19 | 2.13 | 2.06 | 2.13 |
| | 总资产周转率 | 0.60 | 0.69 | 0.73 | 0.69 | 0.67 |
| 立讯精密 | 毛利率 | 23.29% | 22.88% | 21.50% | 22.00% | 21.05% |
| | ROE | 18.24% | 21.32% | 13.79% | 13.98% | 19.15% |
| | 净利率 | 10.12% | 11.16% | 8.59% | 7.66% | 7.85% |
| | 权益乘数 | 2.29 | 2.10 | 1.94 | 1.98 | 2.23 |
| | 总资产周转率 | 0.92 | 0.95 | 0.85 | 0.95 | 1.13 |

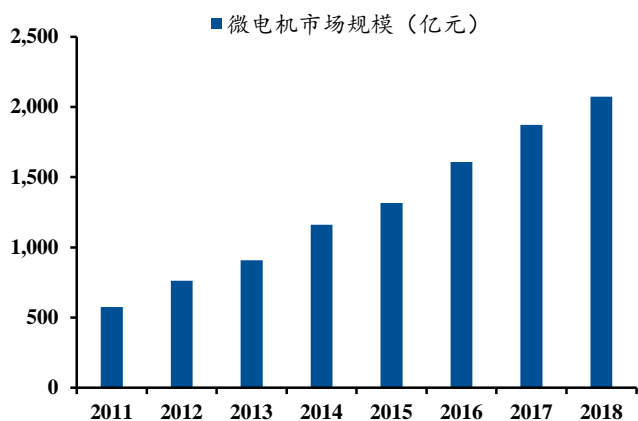
资料来源：wind，民生证券研究院

（四）我国电机市场规模达 2073 亿元，电机业务持续稳定发展

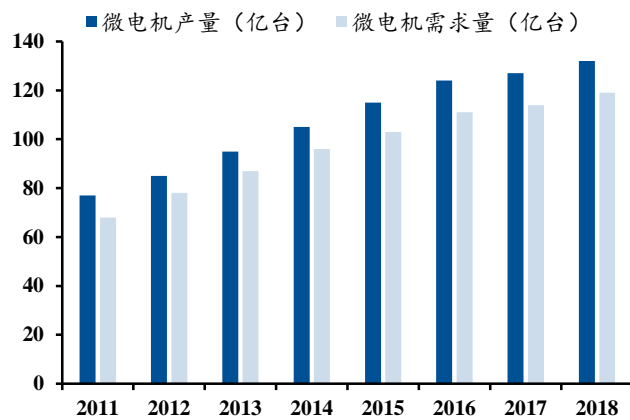
2018 年我国微特电机市场规模达 2073 亿元，2011-2018 年复合增速为 20.12%。根据智研咨询数据，2018 年我国微特电机市场规模为 2073.27 亿元，同比增长 10.73%，2011 至 2018 年复合增速为 20.12%。2018 年，我国微特电机产量为 132 亿台，需求量为 119 亿台，自 2011 年以来产量及需求量的年复合增长率分别为 8% 和 8.3%。预计 2020 年产量可增长至 230 亿台，15-20 年复合增长率在 5.6% 左右。近年来，随着微特电机下游应用领域的快速发展，我国已经成为微特电机的生产和出口大国。未来在工业现代化、装备现代化的推动下，市场规模将继续稳定增长。

图 19：2018 年我国微电机市场规模达 2073.27 亿元

图 20：2018 年我国微电机产量和销量分别为 132 和 119 亿台



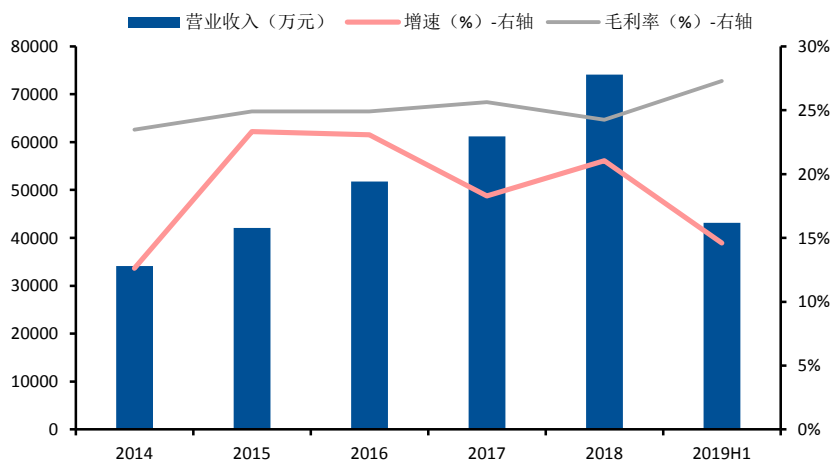
资料来源：智研咨询，民生证券研究院



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

近年来电机业务保持较高增速，毛利率水平稳定在 25% 左右。2014 年至 2018 年，公司电机业务营收从 3.14 亿元增长至 7.41 亿元，年复合增长率为 23.9%，显著高于同期我国微特电机市场规模 15.59% 的复合增速。2019H1，该业务实现营收 4.31 亿元，同比增长 14.61%。毛利率方面，近年来电机业务毛利率水平保持稳定，始终在 25% 上下。通过公司不断对电机板块的研发投入，目前贵州林泉已实现自动化检测线的方案及设计评审，“两化融合”进一步加强。由于国家产业政策支持新型机电组件产品的发展，以提高装备信息化、智能化水平以及系统集成能力，公司电机板块发展迎来增长机遇。

图 21：2019 年 H1 公司微特电机营收增速 14.61%



资料来源：wind，民生证券研究院

(五) 积极布局民用市场，光器件有望成为新增长点

光通信已成主流信息传输方式，光器件应用领域广泛。光通信是指以光波为载波、以光纤为传输介质的通信方式，具有高带宽、耐高温、抗电磁干扰、信号串扰小低功耗等特点，目前已成为主流的信息传输方式。高速光传输设备、长距离光传输设备和智能光网络的发展、升级以及推广应用，都取决于光通信器件技术进步和产品更新换代的支持。光器件按照其物理形态的不同，可分为芯片、光有源器件、光无源器件、光模块与子系统这四大类。光器件作为光通信的上游，是光通信系统的必备元器件，用以实现光信号的产生、调制、探测、连接、波长

复用和解复用、光路转换、信号放大、光电转换等功能，很大程度上决定了光通信系统的性能水平、可靠性以及成本。除光通信领域外，光器件还被应用于数据中心、视频安防监控、智能电网、物联网、医疗传感等众多领域。

公司具有光器件核心竞争力，产品种类丰富。2016年6月，公司完成对江苏奥雷光电有限公司63.83%股权的收购，由此进入光通信市场并获得光器件领域的核心技术。奥雷光电主营业务为光电转换模块的研发、生产和销售，拥有光模块、光通信器件核心技术团队，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。

图 22: 公司光纤连接器产品



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

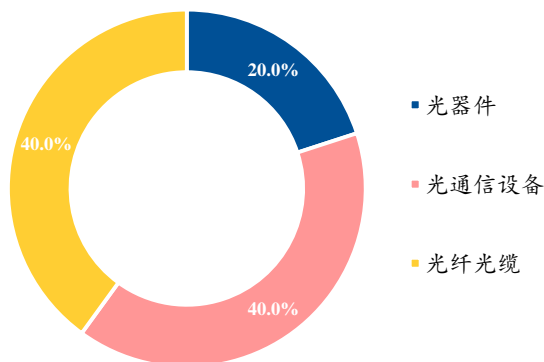
图 23: 公司光电转化模块



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

光器件占光通信行业产值的 20%，2018 年全球和我国光器件市场规模分别为 116 亿美元和 22.5 亿美元。根据智研咨询的数据，光通信行业主要包括光器件、光通信设备和光纤光缆，其中产值占比分别为 20%、40%和 40%。近年来，光器件在光通信行业产值的占比不断提升，主要原因为①光器件目前正向着小型化、模块化、集成化和智能化发展，逐步取代了功能单一的分立式电子元器件和光学元器件；②光传输网络向接入网延伸，其对光器件的需求量远大于原有骨干网和城域网。从中国产业信息网的数据看，2018 年全球光器件市场规模为 116 亿美元，2012-2018 年复合增速为 9.85%。预计 2020 年，全球光器件市场规模可达 137 亿美元，近 3 年复合增长率为 8.68%。2018 年我国光器件市场规模为 22.5 亿美元，2010 年以来复合增速为 17.45%。预计 2020 年市场规模将达到 26.8 亿美元，最近三年复合增长率为 9.14%。

图 24: 光器件占光通信行业产值的 20%



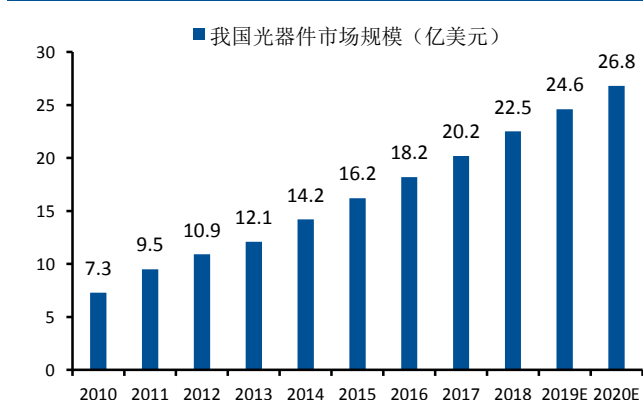
资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

图 25: 2018 年全球光器件市场规模为 116 亿美元

图 26: 2018 年我国光器件市场规模为 26.8 亿美元



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

我国大型光器件厂商以民品为主，公司主要研制军品光器件。从我国光器件市场格局分析，营收较大的公司均为民品公司，如中际旭创和光迅科技，两家公司为世界领先的光器件厂商。军用光器件方面，中航光电的市场份额较大。航天电器在光器件领域，不论军品和民品营收较中航光电相比仍有差距。

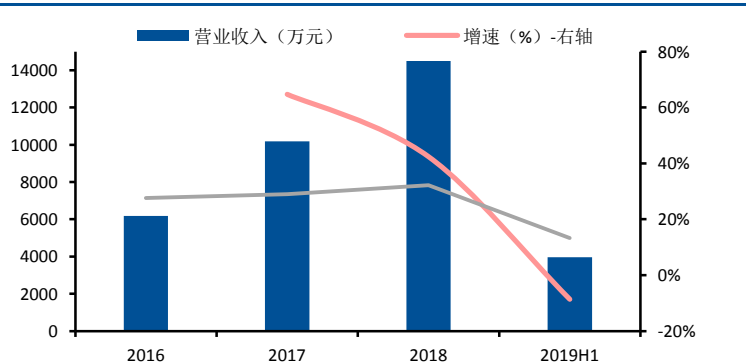
表 6：我国光器件市场竞争格局

| 公司 | 领域 | 2018 年光器件 营收 (亿元) | 评价 |
|------|------|----------------------|--|
| 中际旭创 | 民品 | 49.98 | 公司为数据通信光模块龙头企业，2017 年市场份额为全球第二。 |
| 光迅科技 | 民品 | 18.88 | 公司是全球领先的光器件厂商，产品覆盖了有源、无源以及光电混合的全系列各类光电器件和模块。 |
| 中航光电 | 军、民品 | 14.93 | 以军用光器件为主，2018 年民品订单约 2 亿 |
| 航天电器 | 军、民品 | 1.45 | 以军用光器件为主，2018 年民品订单约 1000 万 |

资料来源：民生证券研究院整理

光器件板块营收增速较快，未来公司有望成为华为供应商。2019H1 公司光器件板块实现营收 3959.92 万元，同比下降 8.62%。公司于 2016 年开始布局该领域，2016-2018 年均保持较高的营收增速，我们发现光器件板块在近年的半年报中营收普遍出现下滑，但全年仍能保持较高增长，我们认为这与产品在下半年集中交付有关。根据调研信息，除军用客户外，公司已向华为为送样认证，待认证通过后民品业务有望成为新的增长点。未来借助于公司渠道优势，光器件相关产品有望在军民市场不断开拓。

图 27：2019H1 光器件板块实现营收 3959.92 万元



资料来源：wind，民生证券研究院

七、风险提示

武器装备列装低于预期；科研院所改革不达预期。

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2019Q3 军工板块营收增长 1.74%..... | 3 |
| 图 2: 2019Q3 军工板块业绩增长 13.47%..... | 3 |
| 图 3: 航空子板块对军工整体营收贡献最大..... | 4 |
| 图 4: 航空子板块对军工整体业绩贡献最大..... | 4 |
| 图 5: 2019Q3 国防军工重仓持股比例略有回升, 国防军工市值占比保持稳定增长..... | 4 |
| 图 7: 国内外主要主机厂销售净利率对比 (%)..... | 6 |
| 图 8: 军工行业本周涨跌幅位居中信 29 个子行业中的倒数第 3 位..... | 9 |
| 图 9: 军工行业估值处于历史中枢偏下位置..... | 9 |
| 图 10: 军工行业六个子板块中国防信息化领域涨幅最大, 达 2.07%..... | 9 |
| 图 11: 航天电器股权结构..... | 16 |
| 图 12: 2019Q3 公司营业收入增速为 28.11%..... | 16 |
| 图 13: 2019Q3 公司归母净利润增速为 11.34%..... | 16 |
| 图 14: 2019H1 连接器业务占比达 61.4%..... | 17 |
| 图 15: 公司总体毛利率稳定在 35%左右..... | 17 |
| 图 16: 2019Q3 期间费用率为 19.19%..... | 17 |
| 图 17: 2019H1 连接器业务同比增长 58.05%..... | 18 |
| 图 18: 公司连接器业务毛利率稳定在 40%左右..... | 18 |
| 图 19: 2018 年我国微电机市场规模达 2073.27 亿元..... | 20 |
| 图 20: 2018 年我国微电机产量和销量分别为 132 和 119 亿台..... | 20 |
| 图 21: 2019 年 H1 公司微特电机营收增速 14.61%..... | 21 |
| 图 22: 公司光纤连接器产品..... | 22 |
| 图 23: 公司光电转化模块..... | 22 |
| 图 24: 光器件占光通信行业产值的 20%..... | 22 |
| 图 25: 2018 年全球光器件市场规模为 116 亿美元..... | 22 |
| 图 26: 2018 年我国光器件市场规模为 26.8 亿美元..... | 22 |
| 图 27: 2019H1 光器件板块实现营收 3959.92 万元..... | 23 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1: 2010 年至 2017 年中国年度国防军费构成, 装备费支出占比提升至 41.1%..... | 5 |
| 表 2: 本周军工行业涨跌幅前五公司..... | 10 |
| 表 3: 本周重要股东交易汇总..... | 10 |
| 表 4: 公司近年来无借款..... | 19 |
| 表 5: 航天电器、中航光电和立讯精密杜邦分析对比..... | 20 |
| 表 6: 我国光器件市场竞争格局..... | 23 |

分析师简介

王一川，军工行业分析师，2018年“金牛奖”国防军工最佳金牛分析师，多年股权投资工作经验，美国福特汉姆大学金融学硕士，2015年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。