开源证券

新劲刚（300629.SZ）

2020 年 07 月 20 日

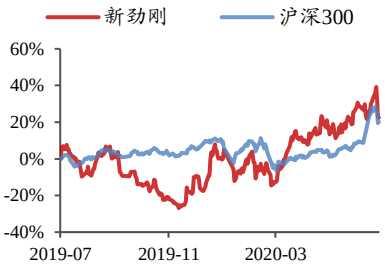
射频微波业务技术领先的行业龙头，多类型战机与导弹等下游放量催化业绩较高增长

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/7/17
当前股价(元)	25.58
一年最高最低(元)	29.45/15.01
总市值(亿元)	33.64
流通市值(亿元)	16.76
总股本(亿股)	1.32
流通股本(亿股)	0.66
近 3 个月换手率(%)	244.98

股价走势图



数据来源：贝格数据

段小虎（分析师）
duanxiaohu@kysec.cn
证书编号：S0790520020001

● **看好射频/微波、军工新材料业务前景，首次覆盖给予“买入”评级**

我们看好子公司宽普科技的军工电子业务、康泰威的军工新材料业务在国家大力发展军队现代化建设的时代背景下，率先在高景气度的军机/导弹等应用领域实现快速增长。预计公司 2020-2022 年可分别实现营业收入 3.4/4.8/6.0 亿元，归母净利润 0.7/1.0/1.6 亿元，EPS 0.54/0.78/1.19 元，当前股价对应 PE 47/33/22 倍，公司 2020-2022 年动态 PE 估值低于可比上市公司平均估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **传统民品业务稳定盈利，军工电子及新材料业务有望成为业绩增长主要动力**

公司形成新材料与电子业务协同发展、民品军品双轮驱动的业务格局。传统民用金属基超硬材料制品业务将继续优化产品客户结构，拓展海外市场，保持盈利稳定；康泰威吸波材料/防腐导静电材料/热喷涂材料等军工新材料产品、宽普科技军工射频/微波产品充分受益航空、导弹等细分领域高景气度，有望成为公司未来业绩增长的主要来源：1）“十四五”期间，以“20 系列”为代表的新型空军装备有望加速列装，带动上游机载射频/微波相关产品、军工新材料放量增长；2）伴随中国空、海、陆、火箭军武器平台数量的快速提升，所搭载导弹需求也将随之暴增，叠加国内实战化训练增多也将进一步加大对导弹的消耗，随着导弹需求的快速释放，弹载微波相关产品有望迎来大幅增长。

● **业绩承诺指引宽普科技高增长预期**

新劲刚收购宽普科技时，交易对方承诺标的 2019-2021 年期间各年度实现的扣非归母净利润数分别不低于 4000 万元、5000 万元、6000 万元。其中 2019 年，宽普科技已实现扣非净利润 4354 万元，超额完成率 8.9%。若标的公司完成业绩承诺，将大幅增厚公司利润。随着军改落地和军民业务协同建设方略的持续推进，预计宽普科技未来 5 年仍有望保持 30%-50%的复合增长率。

● **风险提示：**军费增长及新型武器装备列装换装不及预期；传统业务景气度下滑

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	211	194	342	476	604
YOY(%)	-15.6	-8.4	76.4	39.2	27.0
归母净利润(百万元)	8	-26	71	102	156
YOY(%)	-66.8	-420.0	-	43.7	52.9
毛利率(%)	29.6	33.5	52.5	53.0	55.0
净利率(%)	3.9	-13.5	20.8	21.5	25.8
ROE(%)	2.3	-4.0	9.7	12.3	15.9
EPS(摊薄/元)	0.06	-0.20	0.54	0.78	1.19
P/E(倍)	410.8	-128.4	47.4	33.0	21.6
P/B(倍)	9.6	5.2	4.7	4.1	3.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 新材料+军工电子协同发展，民品+军品双轮驱动 4
2、 军品业务：射频/微波业务高增长可期，军工新材料有望实现规模突破 4
2.1、 军工电子：收购宽普科技涉足射频/微波领域，业绩承诺指引高增长预期 4
2.1.1、 收购宽普科技布局军工射频/微波业务 4
2.1.2、 宽普科技技术水平行业领先 5
2.1.3、 业绩承诺指引高增长预期 6
2.2、 军工新材料：部分产品小批量产，受下游拉动有望实现规模突破 7
2.3、 军费支出稳健增长，军工电子/新材料下游景气度高 7
2.3.1、 受益新型军机加快列装换装，拉动机载产品、航空新材料同步增长 7
2.3.2、 导弹需求加速释放，弹载产品或迎大幅增长 8
2.3.3、 军费支出持续增长，信息化提速推动军工电子迎机遇期 9
2.4、 军用射频微波行业处于有限竞争格局 11
3、 传统材料业务有望保持稳定，未来将持续优化产品、客户结构 12
4、 收购宽普科技大幅提升盈利水平 13
5、 盈利预测与投资建议 16
6、 风险提示 17
附：财务预测摘要 18

图表目录

图 1: 公司形成新材料与电子业务协同发展、民品军品双轮驱动的业务格局 4
图 2: 宽普设备微波产品包括模块、组件、设备等 5
图 3: 宽普产品可广泛应用于机载、弹载等多种武器平台 5
图 4: 宽普拥有多项射频/微波领域的核心技术 6
图 5: 宽普科技长期保持较高的研发投入 6
图 6: 公司拥有众多优质客户及科研合作伙伴（部分） 6
图 7: 宽普营收快速增长（亿元） 6
图 8: 宽普扣非归母净利润快速增长（亿元） 6
图 9: 中国现役战斗机/直升机/运输机相比军事强国数量较少 8
图 10: 导弹需求将大幅增加 9
图 11: 中国军费支出近年来保持个位数稳健增长（亿元） 10
图 12: 军费支出增长与 GDP 的增长有时表现出“脱钩” 10
图 13: 中国已成为重要的武器出口国（2010-2019 年中美俄武器出口总额，亿 TIV） 11
图 14: 中国军队信息化技术装备存在较大“时代差” 11
图 15: 公司金属基超硬材料制品主要应用于建筑陶瓷领域 13
图 16: 2020Q1 收入实现大幅增长（亿元） 14
图 17: 2020Q1 归母净利润已超 2018、2019 全年（亿元） 14
图 18: 传统业务收入下滑，2019 年新增军工电子业务 14
图 19: 收入主要来源于超硬材料产品及射频/微波产品 14
图 20: 微波射频类毛利占比 40%（2019Q4 并表，亿元） 15
图 21: 中国大陆、海外收入占比较为接近（亿元） 15
图 22: 宽普科技并表以来公司毛利率大幅提升 15

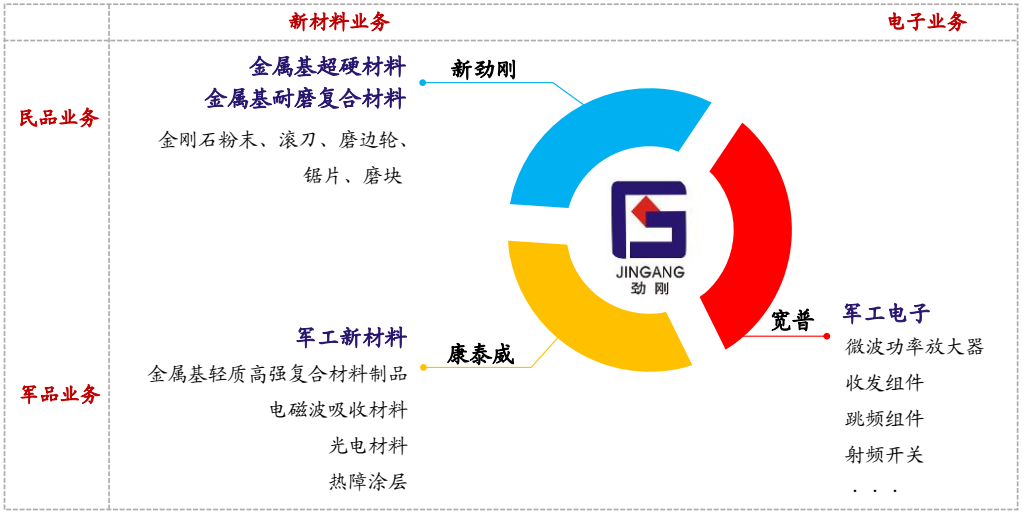
图 23: 宽普科技微波射频业务具有较强盈利能力 15
图 24: 公司持续保持较高的研发投入 16
图 25: 并购对 2019 管理费用率产生较大影响 16

表 1: 宽普科技 2019 年超额完成业绩承诺（亿元） 7
表 2: 军用射频微波行业处于有限竞争格局 12

1、 新材料+军工电子协同发展，民品+军品双轮驱动

公司形成新材料与电子业务协同发展、民品军品双轮驱动的业务格局。公司的传统业务为高性能金属基复合材料制品；子公司康泰威主营金属基轻质高强复合材料制品、吸波材料、防腐导静电材料以及热障涂层，并于 2018 年通过受让中国科学院上海光学精密机械研究所的热压 ZnS 红外陶瓷生产技术新增了 ZnS 光学材料制品业务，后于 2019 年通过团队引进和自主研发等方式新增了碳纤维材料制品业务；2019 年完成对宽普科技 100%股权的收购，新增了射频/微波类器件/模块、组件、设备业务，成功实现了从新材料领域向军工电子领域的业务拓展。目前新劲刚通过母公司以及康泰威、宽普科技两家子公司形成了新材料与电子业务协同发展、民品军品双轮驱动的业务格局。

图1：公司形成新材料与电子业务协同发展、民品军品双轮驱动的业务格局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、 军品业务：射频/微波业务高增长可期，军工新材料有望实现规模突破

2.1、 军工电子：收购宽普科技涉足射频/微波领域，业绩承诺指引高增长预期

2.1.1、 收购宽普科技布局军工射频/微波业务

收购宽普科技拓展军工电子业务，射频/微波产品国内领先。2019 年，公司通过完成对宽普科技 100%股权的收购，成功实现了两个转型，即“由以民品业务为主向以军品业务为主转型”和“由以新材料业务为主向以军工电子业务为主”转型。公司目前的电子类业务主要为宽普科技的射频/微波业务，产品包括射频/微波功率放大及滤波、接收、变频等相关电路模块、组件、设备、系统，覆盖通信及数据链、对抗、雷达、导航、指挥自动化、敌我识别、压制、磁共振等领域，致力于射频/微波功率技术在地面固定、车载、机载、舰载、弹载等多种武器平台上的应用。宽普科技的产品国内技术领先，部分填补市场空白。

图2：宽普设备微波产品包括模块、组件、设备等

器件模块	功率放大器模块、滤波器模块、双工器...
组件	收发组件、跳频滤波组件...
设备	功率附加设备、射频发射设备...
系统	射频综合化系统...

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图3：宽普产品可广泛应用于机载、弹载等多种武器平台

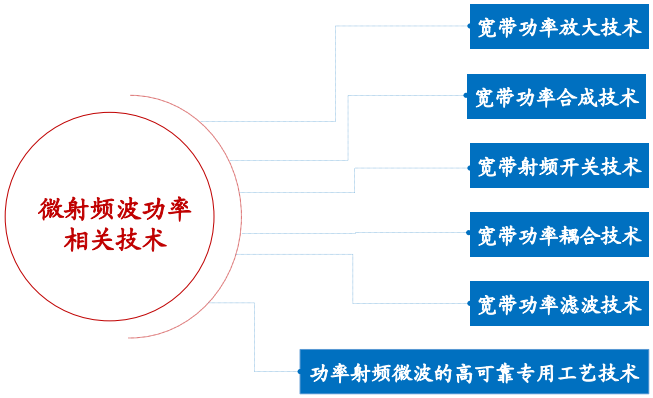
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.2、 宽普科技技术水平行业领先

公司研发骨干是我国机载、舰载通信设备射频领域重要参与者，客户资源丰厚、技术水平领先：

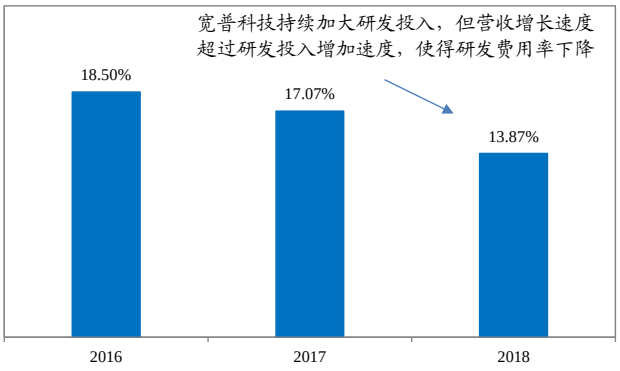
- **在研发团队及合作方面，**宽普科技的研发团队骨干是我国机载、舰载通信及数据链射频模块化、综合化、系列化设计的推动者、践行者、见证者，为公司高端射频/微波的技术储备和研发创新夯实了基础；宽普科技与超过 50 家军工企业及科研院所建立了稳定的合作关系，主要客户分布于中国电科、航天科工、中国电子、中国兵装、中船重工、航空工业、中科院、地方军工等数十家整机厂及科研院所，并与中科院微电子所、西安电子科技大学、桂林电子科技大学等国内著名高校建立了产学研合作机制，为公司的技术储备提供了强有力的支撑；
- **在技术水平方面，**宽普科技在射频/微波通信领域拥有深厚的技术积累，核心技术包括包括宽带高可靠射频微波功率放大技术、合成技术、耦合技术、开关技术、滤波技术以及功率射频微波的高可靠专用工艺技术，行业技术水平领先；
- **在研发投入方面，**宽普科技始终保持着高强度的研发投入，2016-2018 年年均研发投入/营业收入超过 16%，为实现高增长储备势能；
- **在客户评价方面，**宽普科技当前产品主要应用于军事领域，其较强的产品质量及综合服务能力得到了客户的一致认可，2016-2018 年分别获得 98.15、98.22 和 98.33 的客户满意度评分。

图4：宽普拥有多项射频/微波领域的核心技术



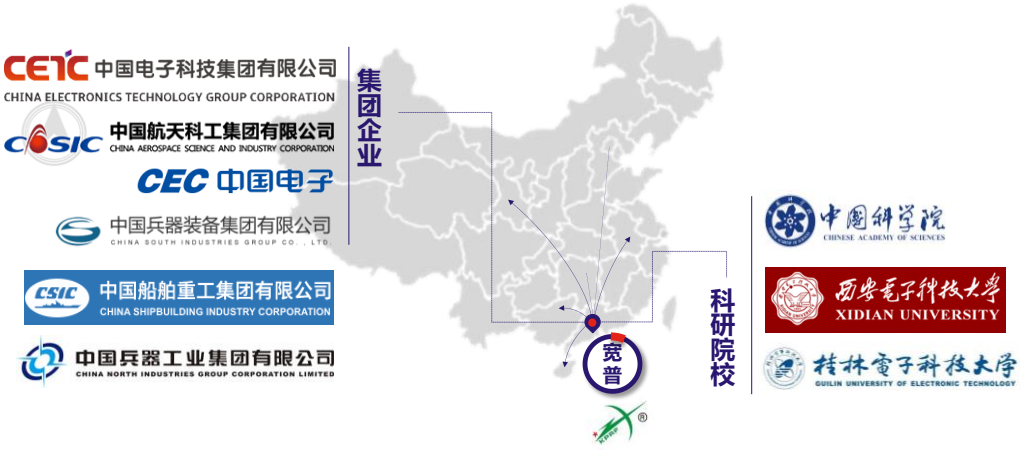
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图5：宽普科技长期保持较高的研发投入



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：公司拥有众多优质客户及科研合作伙伴（部分）

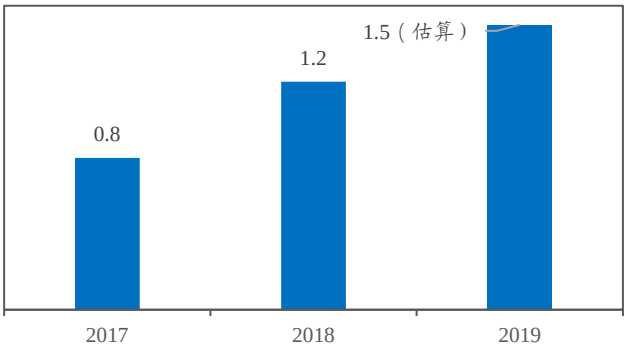


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

2.1.3、 业绩承诺指引高增长预期

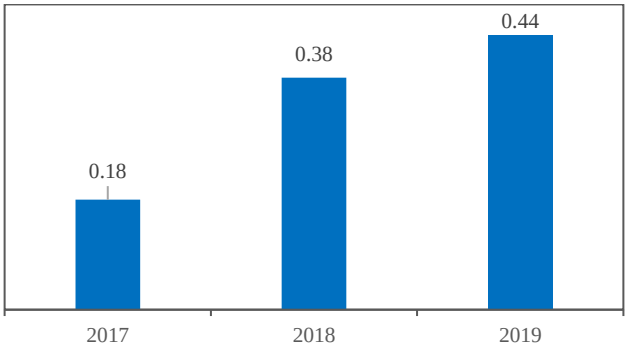
宽普科技近几年保持着快速的收入及利润增长。2017-2019 年，宽普科技的营业收入从 0.8 亿元上升至 1.5（估算）亿元，CAGR 约 36.9%，扣非归母净利润从 0.18 亿元上升至 0.44 亿元，CAGR 约 56.3%。随着军改落地和军民业务协同建设方略的持续推进，预计宽普科技未来 5 年仍有望保持年均 30%-50%左右的复合增长率。

图7：宽普营收快速增长（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：宽普扣非归母净利润快速增长（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

根据公告，新劲刚收购宽普科技时，交易对方承诺标的 2019-2021 年期间各年度实现的扣非归母净利润数分别不低于 4000 万元、5000 万元、6000 万元。其中 2019 年，宽普科技已实现扣非净利润 4354 万元，超额完成率 8.9%。若标的公司完成业绩承诺，将大幅增厚公司利润。

表1：宽普科技 2019 年超额完成业绩承诺（亿元）

年份	业绩承诺	实际完成	完成率
2019 年	0.40	0.44	108.9%
2020 年	0.50	-	-
2021 年	0.60	-	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 军工新材料：部分产品小批量产，受下游拉动有望实现规模突破

军工新材料业务通过子公司康泰威运营，产品包括热喷涂材料、电磁波吸收材料、防腐导静电材料等，目前均已实现小批量产，ZnS 光学材料及碳纤维材料尚处于研发验证阶段。热喷涂材料产品主要是以热喷涂技术制备硬质合金涂层对飞行器耐磨部件进行表面处理，有效避免了该部件由于微动磨损和表面划伤引起的疲劳失效，相关部件已成功运用于多种型号飞行器并实现小批量产；电磁波吸收材料产品可有效吸收、衰减电磁波能量，同时具备轻质、宽频、高效、高强、高韧等特点，可有效提高武器装备及军事设施的突击及生存能力，目前已实现小批量产；防腐导静电材料集防腐与静电防护功能于一体，具有轻质、色浅和稳定的防护性能，可有效消除静电危害和防止静电积聚造成的电子元器件击穿、燃油起火或爆炸等危险，目前也已实现小批量产；ZnS 光学材料主要应用于武器装备红外光学侦察、制导对抗用的光学窗口材料，碳纤维材料主要应用于飞行器、武器装备结构件，目前均处于研发验证阶段。

公司射频/微波、军工新材料业务受武器装备建设加速拉动，或可成为未来业绩增长的主要驱动力。近年来，公司传统超硬材料制品业务在国内房地产调控及建筑陶瓷行业较为低迷，以及大力拓展海外市场业务的双重因素作用下，发展相对平稳；宽普科技在射频/微波通信领域拥有深厚的技术和客户资源积累，与康泰威的军工新材料业务具有较高协同性，在国际局势不确定性增加，我国武器装备建设持续加速、军工信息化快速发展等大背景下，有望成为公司未来主要的增长驱动力。

2.3、 军费支出稳健增长，军工电子/新材料下游景气度高

2.3.1、 受益新型军机加快列装换装，拉动机载产品、航空新材料同步增长

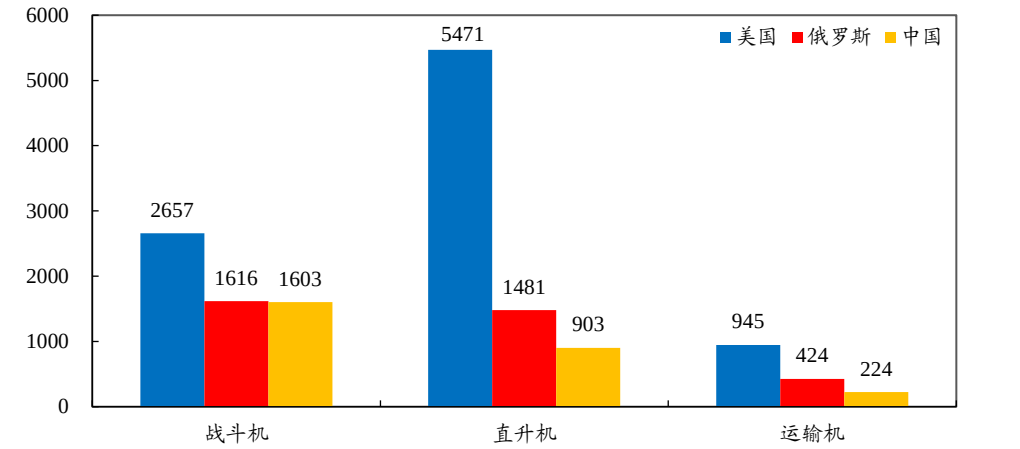
“十四五”期间，以“20 系列”为代表的新型空军装备有望加速列装，带动宽普科技机载射频/微波相关产品、康泰威军工新材料产品放量增长。宽普科技的射频/微波产品广泛应用于中国陆、海、空三军；康泰威的电磁波吸收材料、防腐导静电材料、热喷涂材料等军工新材料产品主要应用于航空飞行器中。在中国空军向战略空军转型的大背景下，我国有望进一步加大国防和军队建设力度，预计“十四五”期间以三、四代际为主的新型军机将加快列装换装，从而拉动机载射频/微波相关产品和航空新材料实现同步增长。

空军在国家安全和军事战略全局中具有举足轻重的地位和作用，中国空军将向战略空军转型。根据《新时代的中国国防》，我国将按照空天一体、攻防兼备的战略

要求，加快实现国土防空型向攻防兼备型转变，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力，努力建设一支强大的现代化空军。

中国军用飞机目前在数量和质量上与军事强国尚有较大差距，看好“十四五”加快列装、换装先进军机。根据《World Air Force 2020》，中国拥有战斗机 1603 架，仅为美国的 60%；其中超过一半为第二代战斗机，而美国现役战斗机全部由第三/四代战斗机组成。中国拥有军用直升机 903 架，仅为美国的 16.5%；其中国产机型以轻型直升机为主，缺乏中、大、重型直升机。中国拥有运输机 224 架，仅为美国的 24%；其中以运-7/运-8 中型运输机为主，大型战略运输机长期依靠进口自俄罗斯的伊尔 76，近年开始列装国产运-20 大型战略运输机。为了成功建设现代化空军，我国将完善优化武器装备体系结构，加大淘汰老旧装备力度，逐步形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系。“十三五”期间，我国逐步加大武器装备建设力度，看好未来“十四五”将进一步推进国防和军队建设，加快列装、换装先进军用飞机。

图9：中国现役战斗机/直升机/运输机相比军事强国数量较少



数据来源：《World Air Force 2020》、开源证券研究所

“20”系列是先进军用飞机的代表，作为重点机型有望加快列装。歼-20 是具备高隐身性、高态势感知、高机动性等能力的第四代战斗机，是我国目前最先进的战斗机；直-20 是 10 吨级中型通用直升机，填补了国产直升机空白领域，性能对标甚至超过美国“黑鹰”直升机，可作为通用平台进行改装以执行突击、运输、后勤、医疗等多种任务；运-20 是我国自主研发的大型战略运输机，运载能力相比现役的伊尔-76 有所提高，能提高空军的战略投送能力，是中国空军建设战略空军的一座里程碑。“20”系列代表了我国军机目前最为先进的水平，将在未来现代化武器装备体系中发挥骨干作用，有望得以加快列装。

2.3.2、导弹需求加速释放，弹载产品或迎大幅增长

随着导弹需求量快速增长，宽普科技弹载微波相关产品的收入有望大幅增加。导弹具有命中精度高、可实施远程精确打击、杀伤威力大、总体效能高等特点，是现代战争的“杀手锏”，其不仅是新军事技术革命的产物，也正在引领高技术站场的主旋律。当前中国导弹的产研水平已位列世界第一梯队，随中国空、海、陆、火箭军武器平台数量的快速提升，所搭载导弹等精确制导武器的需求也将随之暴增，叠加国内实战化训练增多也将进一步加大对导弹的需求。宽普科技微波相关产品可应用于弹载武器平台，有望随着导弹需求的加速释放迎来大幅增长。

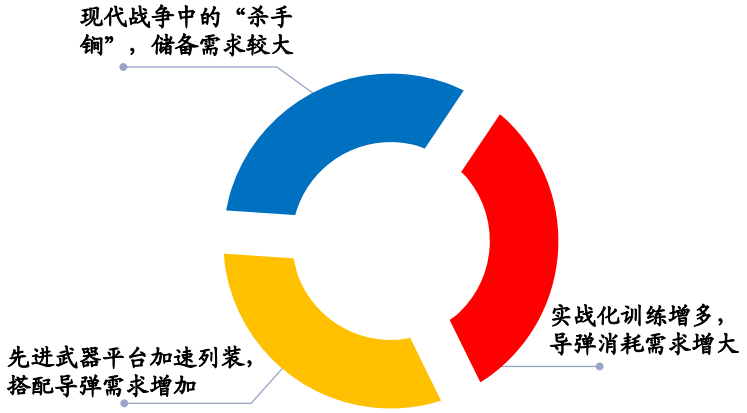
- **导弹在现代战争中应用比例大幅提升，储备需求较大。**导弹在现代战争中

不断发挥出越来越关键的作用，使用比例的大幅提升已成为时代的必然。美国自上世纪 70 年代发明激光制导炸弹后，其精确制导武器开始逐步取代普通武器成为美军使用最多的武器，从海湾战争到伊拉克战争，美军精确制导弹药的使用比例从 7.6%提升到 68.3%，消耗量很大。

- **先进武器平台加速列装，将带动导弹需求大增**。随着我国武器装备跨代建设持续推进，我国海陆空武器平台的加速列装将拉动导弹需求快速增长：空军方面，中国新型战机列装及任务多样化增加了对高性能机载导弹的需求，同时因挂载能力和空间有限，在威力不减的前提下，小型化、轻便化要求越来越高；海军方面，新造舰艇的导弹配套需求将大幅提升，超音速反舰导弹、潜射弹道导弹等高新技术武器的研发加速进行，新概念武器正由技术验证转向武器研制阶段，未来市场可期；陆军方面，武器装备已由传统机械化炮弹逐渐向信息化炮弹发展，陆基导弹的种类和应用越来越多；火箭军发展迅速，用于战役战略打击的弹道或巡航导弹需求将增加。尤其以中国空军“20 系列”为代表的新型航空装备等正迎来列装高峰，需搭配大量导弹武器装备。

- **实战化训练增多，对导弹的消耗需求增大。**根据《解放军报》报道，东部战区某重型合成旅 2018 年枪弹、炮弹、导弹消耗分别是 2017 年的 2.4 倍、3.9 倍、2.7 倍，表明随着实战化训练力度的加大，对导弹的需求量激增。

图10：导弹需求将大幅增加



资料来源：开源证券研究所

2.3.3、 军费支出持续增长，信息化提速推动军工电子迎机遇期

中国军费支出具有长期持续增长的动力、基础以及空间，赋予军工行业确定性增长的特征。

- **从需求层面看：**国家主权、安全、发展利益等需求以及地缘政治日趋紧张的态势下，与以美国为首的军事强国相比，中国的武器装备与军队建设存在补缺补强的广阔空间；同时，由于战争形态的转变与军事科技的进步，武器装备产业链每隔数十年将会整体更新换代，催生出新型装备的升级与采购需求；这都为军费支出及行业增长提供了充足动力。

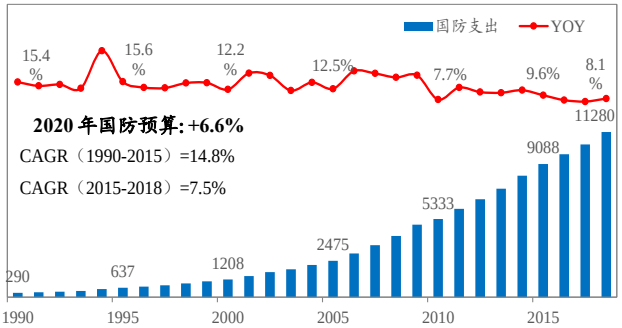
- **从供给层面看：**中国已形成了以军工集团为核心、地方国企及民参军企业为配套与补充制造的军品供应体系，具备逐渐壮大的武器装备供应能力，为

军费支出及行业增长提供了基础。

- **从资金保障层面看，**财政拨付的军费支出是国家武器装备采购的主要资金来源，是刚性需求与供给能力相互匹配的结果，国防军工作为战略性行业，其与国际差距引致的投入是刚性的，这使得军费支出具有确定性增长的特征，并可适当与 GDP 增长“脱钩”。

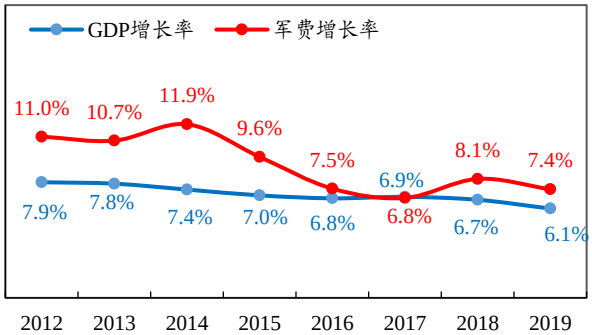
近年来中国军费支出持续稳健增长，展现出战略投入领域的抗周期韧性和长期定力。当前中国军费支出已从补偿性的高速增长阶段逐渐过渡到稳健增长阶段，CAGR 由 1990-2015 年的 14.8%下降至 2015-2019 年的 7.5%，但与世界先进国家相比，我国武器装备补缺补强逻辑仍强，武器装备采购仍将稳步增长，军费支出增长确定性较高。受疫情冲击影响，2020 年全年宏观经济增速预期大幅下调，两会政府工作报告亦并未给出 GDP 增长目标，显示宏观经济可能受到较大冲击；相比而言，2020 年军费预算 12680 亿元，较 2019 年预算同比增长 6.6%，与 GDP 增速适当脱钩，展现出战略投入领域的抗周期韧性和长期定力。

图11：中国军费支出近年来保持个位数稳健增长（亿元）



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图12：军费支出增长与 GDP 的增长有时表现出“脱钩”

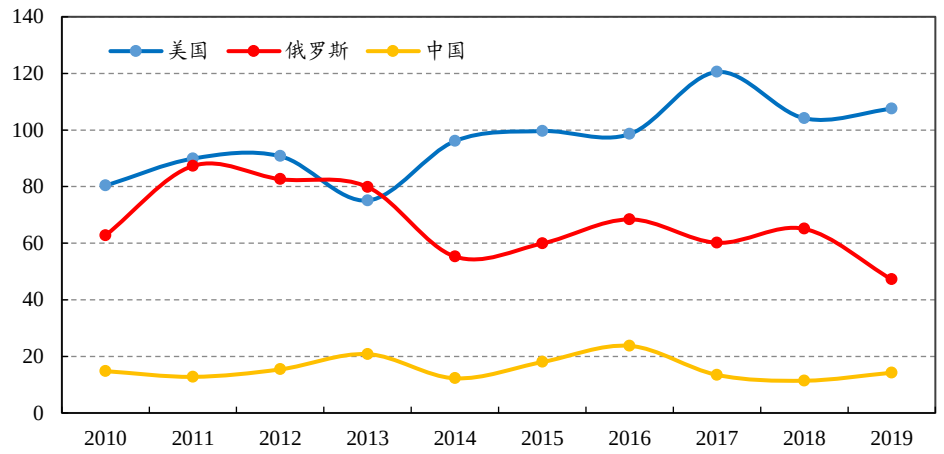


数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

地缘政治继续激化的事件或将持续出现，对军费增长形成刺激。近期地缘政治局势紧张事件频多，从根本上看是因为全球经济发展进入“虚弱”周期，重要国家之间“蛋糕”争夺力度加大，原有地缘政治问题和新问题形势不断获得加强。从中期来看，这些问题始终难以在经济“蛋糕”体量增长停滞、竞争无法避免的格局中获得逻辑反转，地缘政治激化的事件或将持续出现。同时，军费开支是国际安全形势特别是军事安全形势的风向标，近年来世界主要军事力量纷纷调增国防开支，也将对中国军费支出形成刺激。

此外，随着中国在武器装备领域研发制造的持续投入，军工装备在国际军贸市场上的竞争力持续增强，**中国军贸全球市占率有望持续提升，外贸出口逐渐成为国内武器装备需求的重要组成部分。**

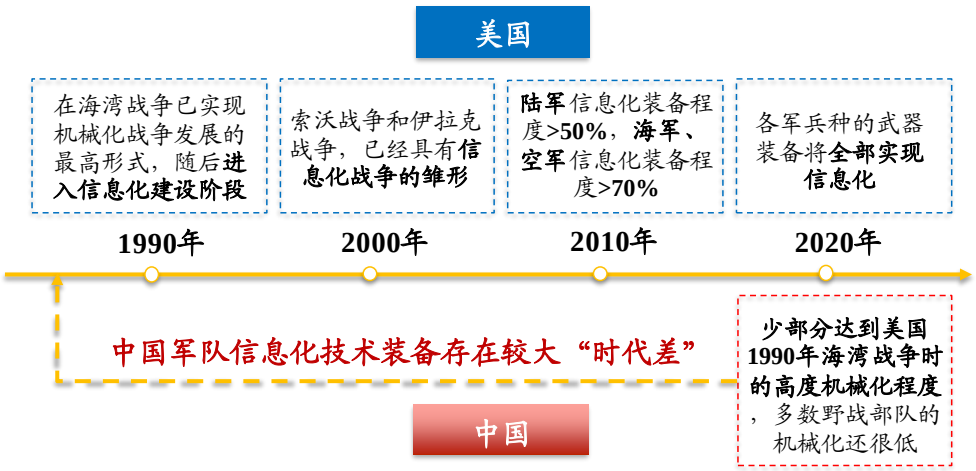
图13：中国已成为重要的武器出口国（2010-2019 年中美俄武器出口总额，亿 TIV）



数据来源：SIPRI、开源证券研究所

军工信息化快速发展的大背景下，公司军工电子业务将面临良好的发展机遇。与美国等西方国家相比，我国武器装备的信息化水平较低，目前大部分武器装备尚处于机械化、半机械化状态，根据公司公告，中国当前总体信息化程度不足 10%，而西方国家各类武器系统的信息化平均水平基本达到 50%以上，国内武器装备的信息化水平仍具有很大的提升空间。根据我国国防和军队现代化建设“三步走”战略：确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。假设未来 20 年军费保持 7%的增速，装备费用占比为 32%，20 年后信息技术含量水平累计增长达到 50%，则未来 20 年我国军事信息化市场空间近 5 万亿。

图14：中国军队信息化技术装备存在较大“时代差”



资料来源：新浪网、开源证券研究所

随着我国军费支出的不断增长、军队和国防信息化建设的深入推进、军工电子信息产品国产化率提升，射频/微波行业将持续稳定发展。

2.4、 军用射频微波行业处于有限竞争格局

军用射频微波通信领域，出于保密及技术安全的考虑，外资企业及其产品受到很大限制，该领域由国内规模较大、实力雄厚的国有大型军工企业及少数具备军品科

研生产资质的民营企业构成，整个军用射频微波行业处于有限竞争格局。宽普科技在军用射频微波产品领域主要竞争对手为北京北广科技股份有限公司、北京澳丰源科技股份有限公司、郑州华航科技股份有限公司、江苏肯立科技股份有限公司等企业。

表2：军用射频微波行业处于有限竞争格局

竞争对手	产品范围	应用情况
北广科技	以无线发射设备为核心辐射整个广电产业链从演播室到终端设备系列产品，各类发射设备整机功率从毫瓦级至兆瓦级、波段从超长波至微波约数百个品种	大功率短波、中波、中长波、超长波等发射设备处于国际先进水平，电视发射设备和调频广播发射设备总体处于国内领先水平，特别是应用于科研领域的全固态射频功率源产品国际领先
澳丰源	功率放大器、收发组件、射频前端、大功率开关组件、滤波器、双工器、接 收机、变频器等	用于通信、遥测、雷达、电子对抗系统，产品已装备固定站、车载、机载、舰载、陆航、弹载等多种作战平台
华航科技	射频、脉冲功率放大器，甚高频地空通信电台及外设配件等	射频、脉冲功率放大器主要客户为甚高频设备生产企业和科研机构，甚高频地空通信电台及配件主要客户为国内各地民航局、航空公司等，以及从事农、林、渔、医疗救护、探测监测等领域
肯立科技	产品划分三大类，雷达与通信系统用集成化微波模块、雷达与通信系统配套设备、雷达天线专用测试系统，产品已形成规模与系列化，分三个方向、三十类若干系列，覆盖频率 DC-100GHz	应用领域涉及雷达、通信、电子对抗等军事领域，优势产品有集成化微波与毫米波变频组件、超宽带微波天线及天线阵列、可堆叠宽带程控交换矩阵设备、宽带电子对抗与系统仿真类模拟设备、微波与毫米波高速智能化阵列天线测试系统等

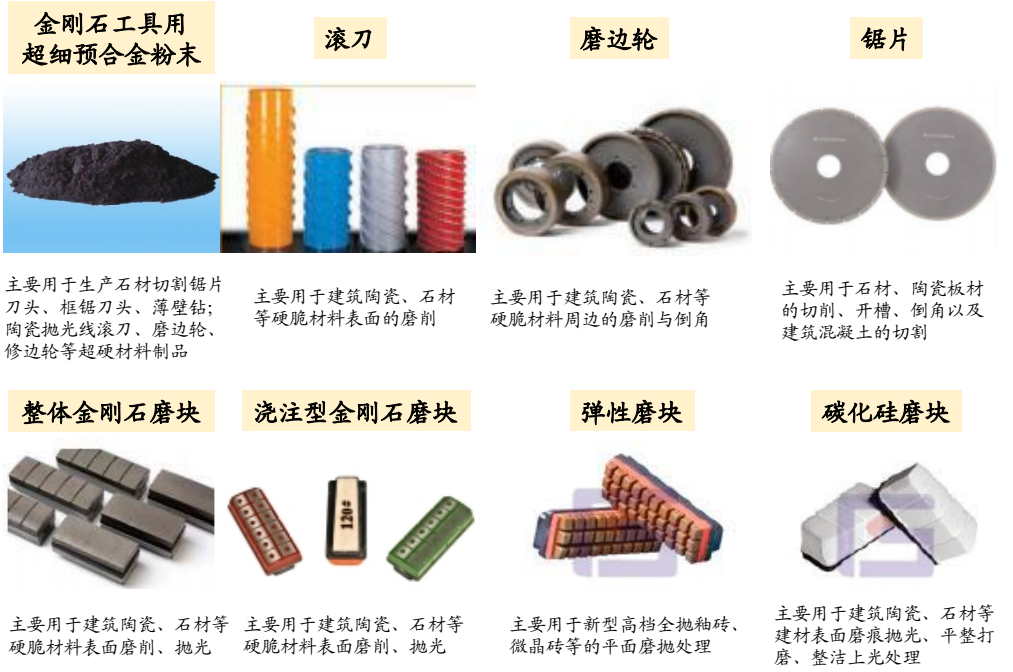
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、 传统材料业务有望保持稳定，未来将持续优化产品、客户结构

公司金属基超硬材料制品在建筑陶瓷领域较为领先，拓展海外市场突破天花板。公司的金属基超硬材料制品及配套产品主要包括金刚石工具用超细预合金粉、滚刀、磨边轮、金刚石磨块、弹性磨块以及碳化硅磨块等产品系列，主要应用于建筑陶瓷领域。公司在该领域具有较为领先的行业地位，产品深受国内外建筑陶瓷厂商的青睐。近年来，公司不断加强海外市场拓展力度以平衡国内市场波动带来的风险，将产品销售至越南、印度、土耳其等多个国家，未来产品的出口销售收入有望进一步增加。

除建筑陶瓷领域外，公司近年研究开发了应用于石材加工领域的金刚石锯片、整体式金刚石磨块和组合铣平轮，应用于晶硅开方及切片、蓝宝石开方及切片、磁性材料切割、光学玻璃切割等领域用金刚石微粉产品处于推广试用及产品改良及推广阶段。

图15：公司金属基超硬材料制品主要应用于建筑陶瓷领域



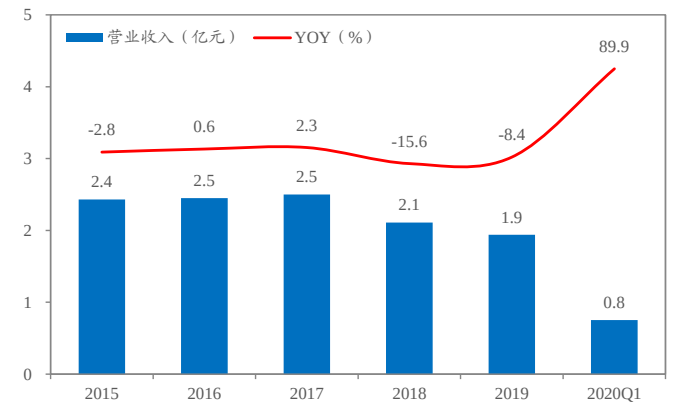
资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司以“强军工、稳传统”作为未来发展战略。民品业务方面，金属基超硬材料制品在国内市场景气度下滑与海外市场持续拓展的作用下，有望保持稳定增长；军工业务方面，在国际安全局势日趋紧张，我国武器装备跨代建设加速的大背景下，军工电子及新材料都将迎来良好的发展机遇。公司未来将以“强军工、稳传统”作为发展战略：1）对于军工业务，利用国家大力发展军队现代化建设的历史机遇，通过自主研发、投资孵化或并购重组等手段做大做强，实现射频/微波业务快速增长和新领域的业务拓展；2）对于民品业务，将继续优化产品结构、客户结构，拓展海外市场，降低经营风险并提高盈利能力。

4、 收购宽普科技大幅提升盈利水平

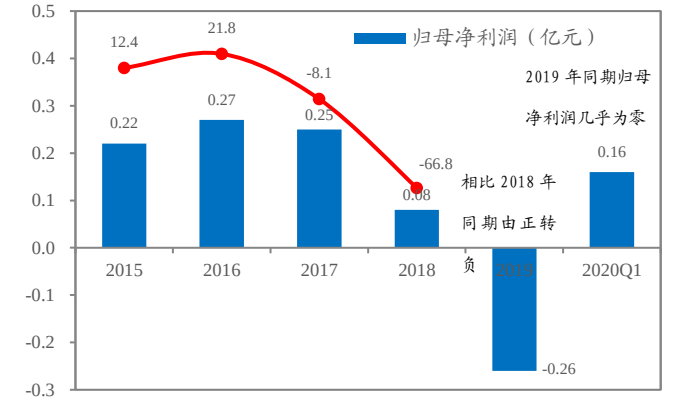
传统业务有所下滑，收购宽普科技大幅改善盈利能力。2016-2019 年，公司营收、归母净利润均呈现下降趋势，主要是由于传统主营业务金属基超硬材料制品业务受房地产调控及建筑陶瓷行业景气度低迷的影响，增长乏力。2019 年，公司分别实现营收、归母净利润 1.9 亿元（同比下降 8.4%）、-0.26 亿元（由正转负、较 2018 年同期减少 0.34 亿元），经营数据欠佳除因传统业务所处行业不景气计提了减值、坏账处理外，还包括并购宽普科技的费用支出、保持高额的研发投入等因素。宽普科技自 2019 年 10 月开始并表，公司 2020Q1 营收及归母净利润均实现大幅上涨，其中营收同比大增 89.9%，归母净利润已经超过 2018 年、2019 年全年的盈利水平。

图16：2020Q1 收入实现大幅增长（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

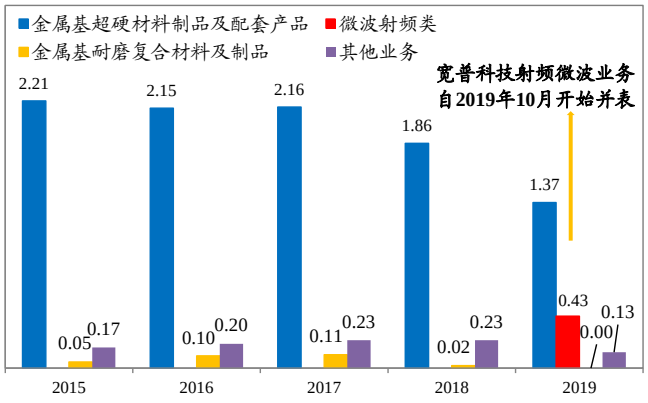
图17：2020Q1 归母净利润已超 2018、2019 全年（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

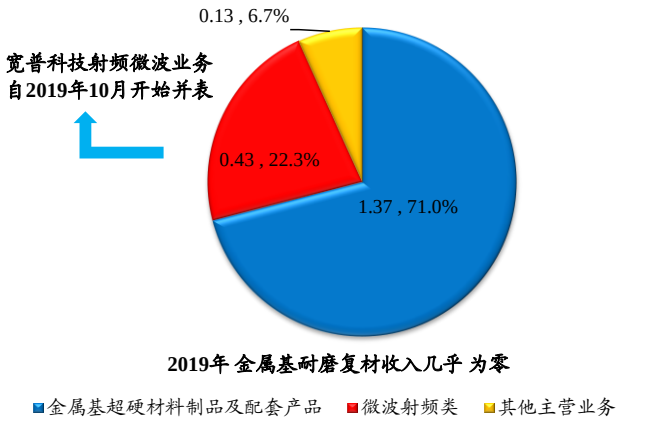
分产品收入来看：2018 年以前，公司的主营业务收入主要来源于传统主业金属基超硬材料制品及配套产品，并呈现出一定下滑；2019 年，通过并购宽普科技新增微波射频类业务收入；其他收入占比始终较低。2019 年，公司金属基超硬材料制品相关产品、射频/微波类产品以及其他业务分别实现营收/占比 1.37 亿元/71.0%、0.43 亿元/22.3%以及 0.13 亿元/6.7%，随着 2020 年宽普科技全年并表，射频/微波类收入占比将大幅提升。**分产品毛利来看：**2019 年，金属基超硬材料制品相关产品、射频/微波类产品分别实现毛利/占比 0.35 亿元/59.3%、0.24 亿元/40.7%。**分地区收入来看：**2019 年，中国大陆、海外地区分别实现营收/占比 1.00 亿元/51.5%、0.94 亿元/48.5%，基本相当，由于宽普科技业务集中于国内，2020 年中国大陆收入占比将显著提升。

图18：传统业务收入下滑，2019 年新增军工电子业务



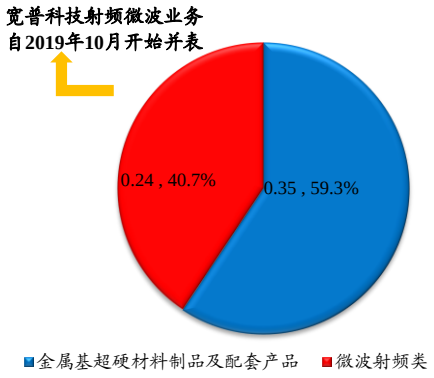
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：收入主要来源于超硬材料产品及射频/微波产品



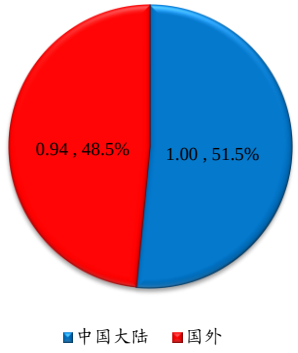
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：微波射频类毛利占比 40%（2019Q4 并表，亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

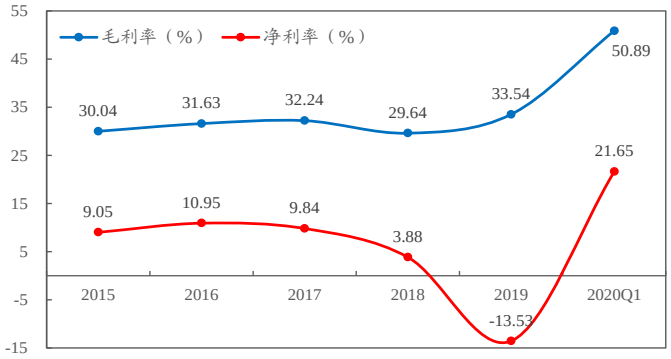
图21：中国大陆、海外收入占比较为接近（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

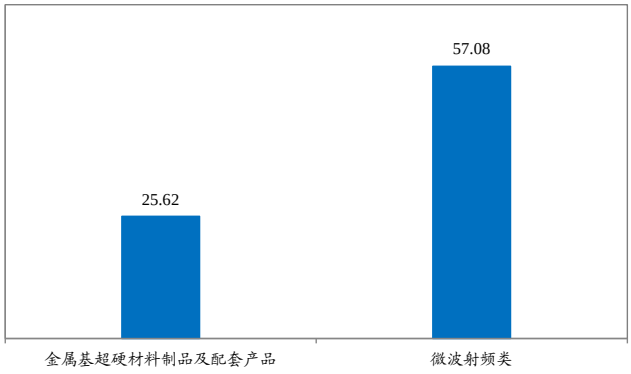
微波射频业务盈利能力强，公司毛利率大幅改善。公司传统金属基超硬材料产品毛利率较低，新增微波射频类产品毛利率较高，以 2019 年为例，分别为 25.6%以及 57.1%。近年来，超硬材料产品毛利率有下滑趋势，自 2016 年 30.5%下降至 2019 年的 25.6%，幅度达 4.9pct；由于宽普科技的微波射频业务盈利能力较强，自 2019Q4 并表以来，公司毛利率大幅提升，2020Q1 达到 50.89%。随着宽普科技快速发展带动公司整体业务结构改变，预计毛利率仍有一定上升空间。

图22：宽普科技并表以来公司毛利率大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

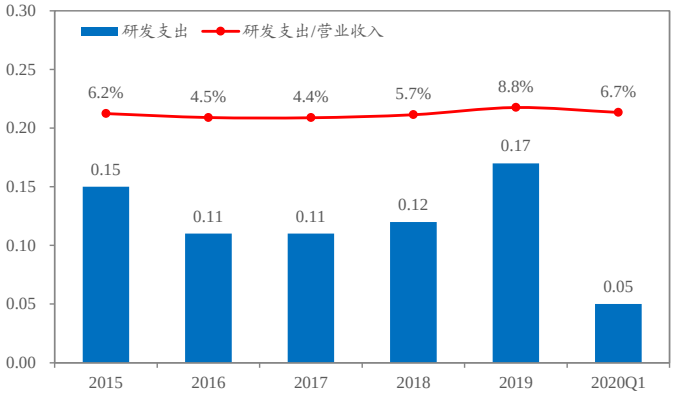
图23：宽普科技微波射频业务具有较强盈利能力



数据来源：Wind、开源证券研究所

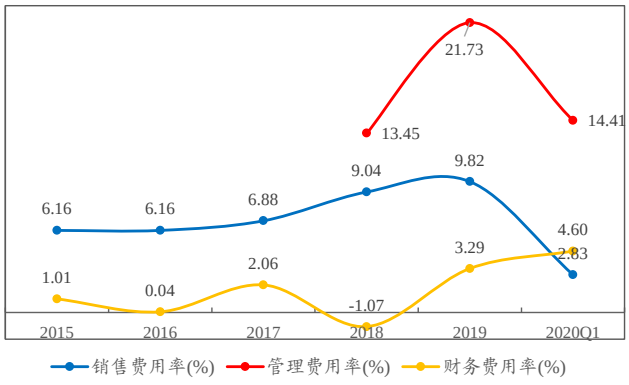
公司始终保持较高的研发投入水平，2016-2020Q1 期间，研发投入占营收比例均值为 6.0%；因支付并购中介费及企业合并管理费用增加，公司管理费用率在 2019 年出现大幅增长，并于 2020Q1 下降至 14.4%，回归以往年份水平；公司近两年的销售费用率约在 9.4%的均值水平，2020Q1 因受疫情影响未完全复工导致销售费用率出现较大幅度下降；2019-2020Q1 财务费用率有所增加，均值达到 3.1%左右，主要是因支付现金购买资产借入长期借款增加了利息支出所致。

图24：公司持续保持较高的研发投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：并购对 2019 管理费用率产生较大影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 盈利预测与投资建议

关键假设：

- 军费支出保持稳健增长；
- 军工电子业务面临国家大力发展军队信息化建设的历史机遇期，在高景气度的军机、导弹等多武器装备平台需求大增的情况下，实现较高增长；
- 军工新材料业务中热喷涂材料、吸波材料、防腐导静电材料等已实现小批量产，在航空产业高景气度的拉动下，有望在未来 1-2 年实现规模上的突破；
- 传统材料业务未来将持续优化产品、客户结构，拓展海外市场，盈利水平保持稳定。

我们看好子公司宽普科技的军工电子业务、康泰威的军工新材料业务在国家大力发展军队现代化建设的时代背景下，率先在高景气度的军机、导弹等应用领域实现快速增长。我们预计，公司 2020/2021/2022 年可分别实现营业收入 3.4/4.8/6.0 亿元，归母净利润 0.7/1.0/1.6 亿元，EPS 0.54/0.78/1.19 元，当前股价对应 PE 47/33/22 倍。参考可比上市公司，公司 2020/2021/2022 年动态 PE 估值低于可比上市公司平均估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：公司估值低于可比上市公司平均估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000547.SZ	航天发展	16.95	50.64	34.82	28.63	25.82	24.30	29.90	23.24	18.47
002413.SZ	雷科防务	8.3	0.19	52.36	33.99	28.83	43.08	43.96	32.81	25.47
002023.SZ	海特高新	17.05	19.14	53.33	57.67	71.47	119.51	110.28	69.95	40.79
300123.SZ	亚光科技	16.94	83.46	27.37	37.02	36.92	27.35	47.93	34.98	25.55
300427.SZ	红相股份	17.6	2.32	37.76	23.67	11.56	21.50	19.50	15.77	14.14
300101.SZ	振芯科技	12.61	-71.63	520.04	59.30	-35.64	1108.96	247.56	155.41	241.45
002402.SZ	和而泰	15.75	36.69	26.80	40.95	33.71	37.17	37.42	26.55	19.86
可比公司平均值							197.41	76.65	51.24	55.10
300629.SZ	新劲刚	25.58	-420.0	-	43.7	52.9	-	47.4	33.0	21.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（除新劲刚外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据，收盘价选用 2020 年 7 月 17 日）

6、 风险提示

军费增长不及预期、新型武器装备列装换装不及预期、传统业务景气度持续下滑。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	344	474	875	1122	1479
现金	85	58	222	304	459
应收票据及应收账款	170	253	493	546	774
其他应收款	0	2	2	4	4
预付账款	1	1	4	4	6
存货	78	141	136	246	218
其他流动资产	10	18	18	18	18
非流动资产	135	625	699	766	822
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	87	112	177	238	288
无形资产	20	37	38	40	43
其他非流动资产	28	477	484	489	492
资产总计	480	1099	1574	1888	2301
流动负债	119	169	609	872	1181
短期借款	50	31	426	623	936
应付票据及应付账款	63	85	102	156	157
其他流动负债	6	53	81	93	88
非流动负债	10	271	224	177	129
长期借款	0	257	210	163	115
其他非流动负债	10	14	14	14	14
负债合计	128	440	834	1049	1310
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	100	121	132	132	132
资本公积	114	407	407	407	407
留存收益	137	110	174	263	406
归属母公司股东权益	351	660	741	839	991
负债和股东权益	480	1099	1574	1888	2301

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-46	31	-122	53	15
净利润	8	-26	71	102	156
折旧摊销	8	10	12	16	21
财务费用	-2	6	21	34	44
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-72	18	-226	-100	-207
其他经营现金流	12	22	0	0	0
投资活动现金流	-19	-254	-85	-84	-77
资本支出	19	3	74	67	56
长期投资	0	15	0	0	0
其他投资现金流	0	-235	-12	-16	-21
筹资活动现金流	21	195	-23	-84	-96
短期借款	30	-19	0	0	0
长期借款	0	257	-46	-47	-49
普通股增加	33	21	10	0	0
资本公积增加	-33	293	0	0	0
其他筹资现金流	-9	-357	13	-36	-47
现金净增加额	-43	-28	-231	-115	-159

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	211	194	342	476	604
营业成本	149	129	162	223	272
营业税金及附加	3	3	6	8	10
营业费用	19	19	15	19	24
管理费用	16	26	24	33	37
研发费用	12	17	36	48	48
财务费用	-2	6	21	34	44
资产减值损失	9	-10	0	0	0
其他收益	1	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	7	-28	77	110	169
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	8	-28	77	110	169
所得税	0	-2	6	8	12
净利润	8	-26	71	102	156
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	8	-26	71	102	156
EBITDA	17	-1	106	157	230
EPS(元)	0.06	-0.20	0.54	0.78	1.19

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-15.6	-8.4	76.4	39.2	27.0
营业利润(%)	-73.7	-519.9	370.6	43.7	52.8
归属于母公司净利润(%)	-66.8	-420.0	-	43.7	52.9
获利能力					
毛利率(%)	29.6	33.5	52.5	53.0	55.0
净利率(%)	3.9	-13.5	20.8	21.5	25.8
ROE(%)	2.3	-4.0	9.7	12.3	15.9
ROIC(%)	2.1	-1.1	6.1	7.7	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	26.8	40.0	52.9	55.6	56.9
净负债比率(%)	-7.1	39.3	65.5	66.0	67.1
流动比率	2.9	2.8	1.4	1.3	1.3
速动比率	2.2	1.9	1.2	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	1.3	0.9	0.9	0.9	0.9
应付账款周转率	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.06	-0.20	0.54	0.78	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.35	0.24	-0.93	0.40	0.11
每股净资产(最新摊薄)	2.67	4.89	5.43	6.17	7.33
估值比率					
P/E	410.8	-128.4	47.4	33.0	21.6
P/B	9.6	5.2	4.7	4.1	3.5
EV/EBITDA	199.1	-3249.5	36.3	25.0	17.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835