

中航光电 (002179)

军品稳定、民品发力，助推中航光电升空

维持评级

信息技术/通信设备

2009 年 5 月 6 日

投资要点:

- 中航光电是中国工业集团公司下属上市公司，是一家具有光、电、线缆组件连接器产品研发、生产能力的专业化企业，公司致力于为用户提供全面的光电连接技术解决方案。
- 公司在电连接器领域处于国内领先水平，同时达到美军军标水平，产品已经打入欧洲、澳大利亚等过市场；国内细分市场竞争优势明显，进口替代价格优势突出。
- 公司具有面向客户开发研制连接器的能力，能够为客户提供一揽子解决方案，拓展市场能力强，技术转移门槛较低，发现商机后能够迅速开发潜在客户，四大新兴业务板块值得期待。
- 公司收购沈阳兴华厂拓展了企业的市场份额以及生产能力，但是对于原有公司的改造存在一定的难度和风险。
- 按照公司现有主营预测 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.87 元和 1.22 元，对应 27.29 元的市盈率分别为 31 倍和 22 倍。这样的市盈率基本接近连接器生产厂家的市盈率水平，但是由于注入预期存在，公司可以适当存有一定溢价，鉴于目前市场价格偏高，短期给予谨慎推荐评级，适当回调后可以介入，长期给予推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2008	107,665	75.34	11,192	12.78	0.63		45.4	
2009E	1,291.98	20.00	154.59	38.13	0.83		34.5	
2010E	1,614.98	25.00	216.70	40.45	1.16		24.7	
2011E								

走势图



市场数据

2009-5-6

收盘价:	28.62 元
52 周最高价:	32.38 元
52 周最低价:	6.90 元
平均持仓成本:	23.92 元

基本数据

2008Q4

总股本 (万股):	17,850
流通 A 股 (万股):	17,850
每股收益 (元):	0.13
每股净资产 (元):	5.47
每股经营现金流 (元):	0.07
市净率:	5.23

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

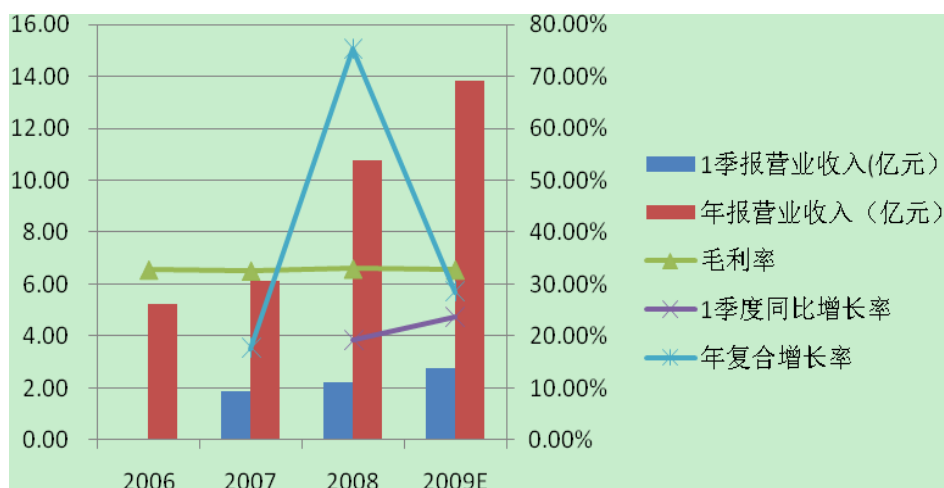
地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

1. 公司基本情况

中航光电是直属于中航工业（集团）公司的上市公司之一。公司是国内规模最大的、同时具备光、电、线缆组件连接器产品研制生产能力的专业化企业，致力于为用户提供全面的光电连接技术解决方案。电连接器拥有 200 多个系列、20 万多个品种；光连接器拥有 80 多个系列、1 万多个品种。主要产品技术性能达到或优于国际先进水平，在航空、航天、电子、船舶、兵器、通讯、铁路、公路、煤炭安全监测和石油勘探、电力、电源等军用、民用领域得到广泛应用，并与知名世界级高科技企业建立了良好的合作伙伴关系和共赢模式，成为进入全球供应链的军工企业和全球大客户方案解决商、服务提供商。公司全面通过 ISO9001（2000）质量体系认证，建立了与国际接轨的质量管理体系；公司还通过了军工产品质量体系认证、军用电子元器件质量认证和 ISO14001 国际环境管理体系认证，代表性产品通过了 TUV、UL 及 CE 认证，满足欧盟 ROHS，产品远销美国、韩国、印度、比利时、意大利、乌克兰、俄罗斯、新西兰等 30 多个国家和地区。

图 1. 毛利率稳定、收入持续增长



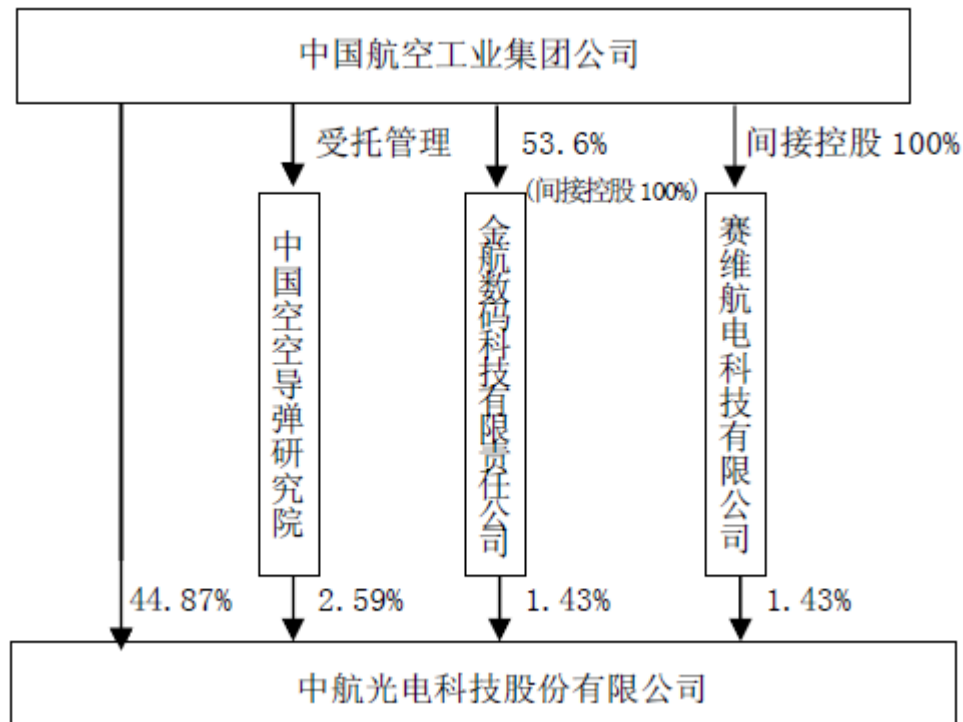
数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

➤ 公司股权结构

在“两航”合并后，公司的实际控制人为中航工业（集团）公司，从集团管理角度划分，公司的经营和股权变更等决策主要受到中航系统公司影响。在公司的股权结构中，中国空空导弹研究院持有的 2.59% 的股权委托给中航工业（集团）公司管理，金航数目科技有限责任公司和赛维航天科技有限公司分别持有公司的 1.43% 的股权，但上述两个公司均被中航工业集团公司直接或间接 100% 完全持股，所以实际上中航工业集团持有上市公司共计 50.32% 的股权。从中航工业集团公司的自身整合思路分析，中航光电的定位将是航空机电产品。由于公司现有产品结构和经

营状况良好，短期内资产注入的可能性较小。

图 2. 公司现有股权结构



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

其中，为了扩大工业在连接器领域的研发和生产能力，公司受让中航工业集团公司下属沈阳兴华航空电器有限责任公司，增强自身业务实力。目前，公司现有合并财务报表的控股子公司 5 家。公司目前主营业务清楚，管理层表示并未接触和希望收购天空能源（洛阳）有限公司，该公司隶属于中国航空工业集团空空导弹研究院。

表 1. 公司控股子公司

被参控公司	参股比例 (%)	被参控公司主营业务
沈阳兴华模具开发有限责任公司	84.00	模具开发、研制、销售
沈阳兴华华亿轨道交通电器有限公司	51.00	铁路轨道交通电器产品产销、研发
沈阳兴华航空科技有限公司	46.85	航空产品产销、研发
沈阳兴华航空电器有限责任公司	51.00	航空电器生产销售等
沈阳高渡美涂料有限公司	60.00	建筑涂料、制造、施工

数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2. 连接器行业发展迅猛

■ 连接器介绍

连接器，一般是指电连接器。即连接两个有源器件的器件，传输电流或信号。连接器的优点在于：（1）简化过程，连接器简化电子产品的装配过程，也简化批量生产过程；（2）易于维修，如果某电子元部件失效，装有连接器时可以快速更换失效元部件便于升级 随着技术进步，装有连接器时可以更新元部件，用新的、更完善的元部件代替旧的；（3）提高设计的灵活性，使用连接器使工程师们在设计和集成新产品时，以及用元部件组成系统时，有更大的灵活性。

连接器起缘于美国军事用途，1939 年二次世界大战期间，美军为了缩短战机维修时间，改变以往“焊接”而改用“连接器”组装，让维修人员可透过连接器，针对损坏模块抽掉更换，因连接器产品发缘于美国，所以早期连接器产业亦由美国主导，但日商亦以技术优势进入市场，台商鸿海则以低价格策略迅速成长。

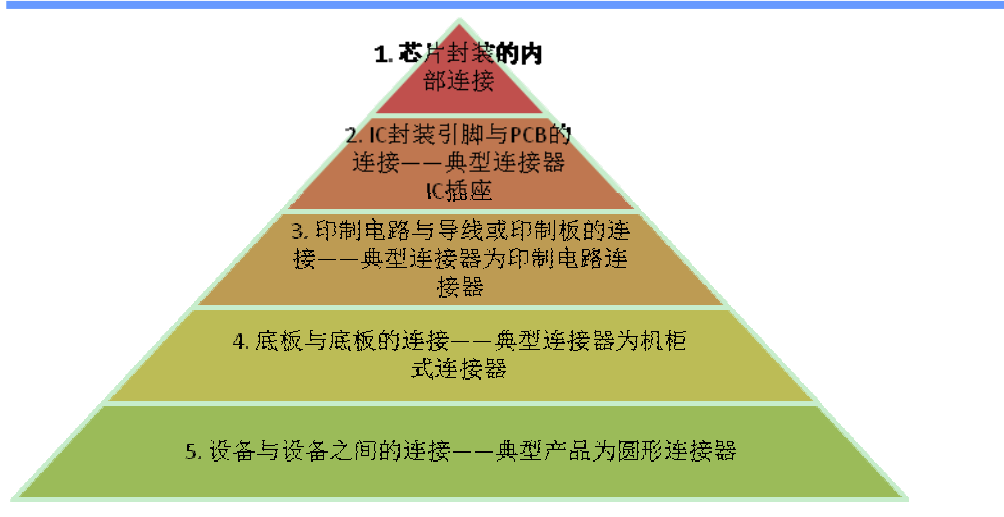
■ 连接器分类

由于连接器的结构日益多样化，新的结构和应用领域不断出现，试图用一种固定的模式来解决分类和命名问题，已显得难以适应。尽管如此，一些基本的分类仍然是有效的。

➤ 互连的层次

根据电子设备内外连接的功能，互连（interconnection）可分为五个层次。

图 3. 连接器产品层级图



资料来源：东北证券金融与产业研究所

第 3 和 4 层次有一定重叠，在五个层次的连接器中，市场额最高的是第 3 和第

5 层次的产品，而目前增长最快的是第 3 层次的产品。

➤ 连接器的产品类别

连接器产品类型的划分虽然有些混乱，但从技术上看，连接器产品类别只有两种基本的划分办法：1) 按外形结构：圆形和矩形（横截面）；2) 按工作频率：低频和高频（以 3MHz 为界）。

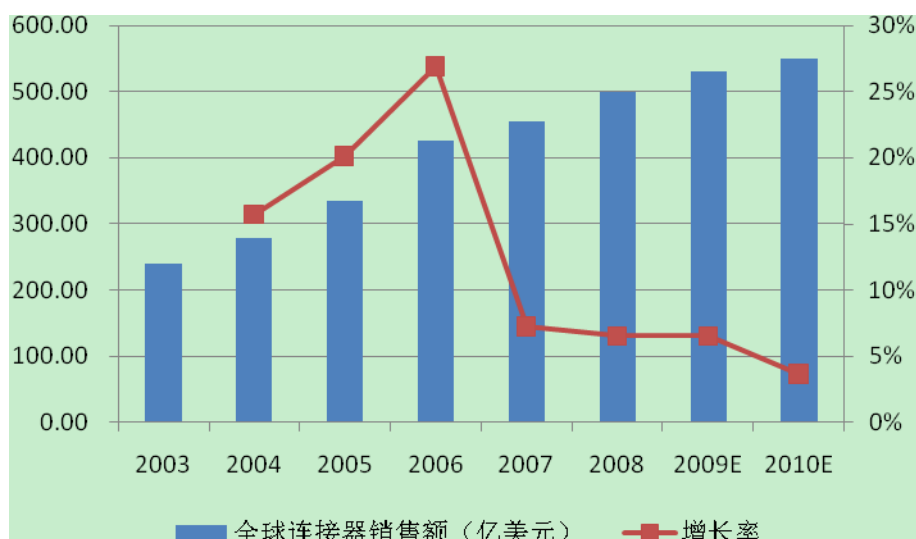
按照上述划分，同轴连接器属于圆形，印制电路连接器属于矩形（从历史上看，印制电路连接器确实是从矩形连接器中分离出来自成一类的），而目前流行的矩形连接器其截面为梯形，近似于矩形。以 3MHz 为界划分低频和高频与无线电波的频率划分也是基本一致的。

考虑到连接器的技术发展和实际情况，从其通用性和相关的技术标准，连接器可划分以下几种类别（分门类）：1) 低频圆形连接器；2) 矩形连接器；3) 印制电路连接器；4) 射频连接器；5) 光纤连接器。

2.1. 全球市场增长放缓，中国需求高速增长

全球连接器产业历经 2001 至 2003 上半年产业低迷后，2003 下半年随着全球经济回升恢复到两位数成长，由于新兴市场的需求的快速增长，2004 年至 2006 年持续保持两位数增长，连接器行业也逐渐步入成熟期产业。连接器已广泛用于各类电子产品，2007 年连接器成长率放缓，仅为 7.2%，产值为 455.6 亿美元，未来几年新产品技术亦不会对成长率有太大助益，增长率将重新回到 1 位数水平。

图 4. 全球连接器销售额



数据来源：东北证券金融与产业研究所

2007 年，全球连接器的销售收入为 455.6 亿美元，其中居于前五位的应用领域依次是：汽车、电脑及其外设、通信、工业设备和航天与军用。2008 年，全球连接器的销售收入增加到 498.5 亿美元，而北美市场、中国市场和欧洲市场届时将分列销售数量的前三位，可以看出中国连接器市场迅速增长趋势。预计到 2010 年，全球连接器的销售收入将增加到 550 亿美元，而北美市场、中国市场和欧洲市场届时将分列销售数量的前三位。全球连接器的生产相对比较集中，排名全球前 10 位的企业市场份额之和就达到 55%，而 TYCO、Molex 和 ITT 等 3 家企业则占全球份额的 35.3%。

从全球范围而言，连接器在医疗行业的应用颇为引人注目，将成为一个新的增长点。预计到 2011 年，医疗领域的连接器市场将达到 16.3 亿美元，比 2007 年的 11 亿美元增长约 50%。

随着消费电子、汽车电子、通信终端市场的快速增长以及全球连接器生产能力不断向亚洲及中国转移，亚洲已成为连接器市场最有发展潜力的地方，而中国将成为全球连接器增长最快和容量最大的市场。2007 年，中国市场以 70.23 亿美元排在北美、欧洲、日本之后，但从增长幅度来说，中国无疑是最为活跃的市场——2007 年该市场以 16.8% 的增长率位列第一，2003~2007 年的 5 年复合增长率更是高达 26.1%。据估计，未来中国连接器市场的成长速度将继续超过全球平均水平，未来 5 年内，中国连接器的市场规模年均增速将达到 15%，到 2010 年，中国的连接器市场容量将达 257 亿元。

图 5. 2007 年连接器市场份额



数据来源：东北证券金融与产业研究所

工业企业及其产品是连接器使用的需求的主要市场。目前，从我国的电器、通讯等连接器需求大户发展看，需求增长依然强劲。在家用电器领域，除电视机产量

小幅度增长之外，洗衣机、电冰箱、空调器、冰柜产品等在 2007 年的增长率都达到两位数，其中冰柜的增长率甚至达到 39.3%。通信产品产量的变化则泾渭分明。2007 年，载波通信设备和程控交换机的生产量分别下降了 36%和 27.2%，而移动通信基站设备和光通信设备的生产量则分别增长了 39.6%和 16.3%。与此同时，中国的汽车、交流电动机、微型计算机的增长率都超过 20%，而金属切削机床、电动五金工具、电工仪器仪表等产品的增长率也都超过 10%。工业企业产品的增长为我国连接器的需求提供了广阔的市场。

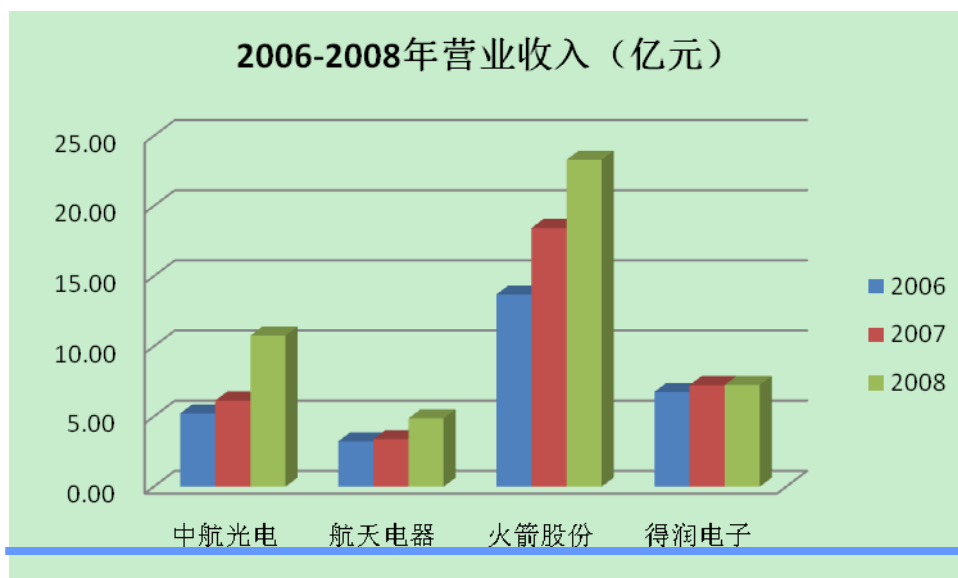
2.2. 国内细分市场各领风骚

目前，国内的连机器生产厂家超过 1 千家，其中外商投资企业约占 30%，本土制造厂商约占 70%，主要分布在长三角和珠三角两地。国内连接器产业发展滞后于国际市场，同时，在高端产品领域中主要集中在军品上，但由于受到规模限制，军品领域发展很难带动市场突破性发展。同时，由于军品生产的门槛较高，少数企业采用小批量柔性化生产的模式，产品质量提高，同时制造成本也相应提高，产品价格提高，虽然毛利率水平仍然高于市场其他产品，但是并非所有企业都能分享这块蛋糕。此外，中低端产品占有超过 95%的市场份额，但是重复性建设导致产品价格降低，竞争严重，成熟性产业摊薄市场盈利水平。

目前，从事军用电连接器研制和生产的上市公司有中航光电、航天电器、火箭股份，其他未上市公司包括四川华丰（国营第七九六厂）、陕西华达等，除了上述规模生产军用连机器的企业外，目前国内较大的民用连接器生产厂家还有得润电子。中航光电、航天电器、火箭股份三者在传统连接器市场中有部分重叠，但是连接器的发展决定重叠比例不大，且在不断萎缩，其中，航天电器主要以微矩型连接器为主、火箭股份主要为陀螺连接器为主，主打产品不存在竞争关系。得润电子主要家电和手机连接器为主，为消费类电子连接器，与公司不存在竞争关系。细分市场中与公司属于同类型竞争企业为排名第二的四川绵阳华丰集团有限公司和排名第三的西安富士通公司。

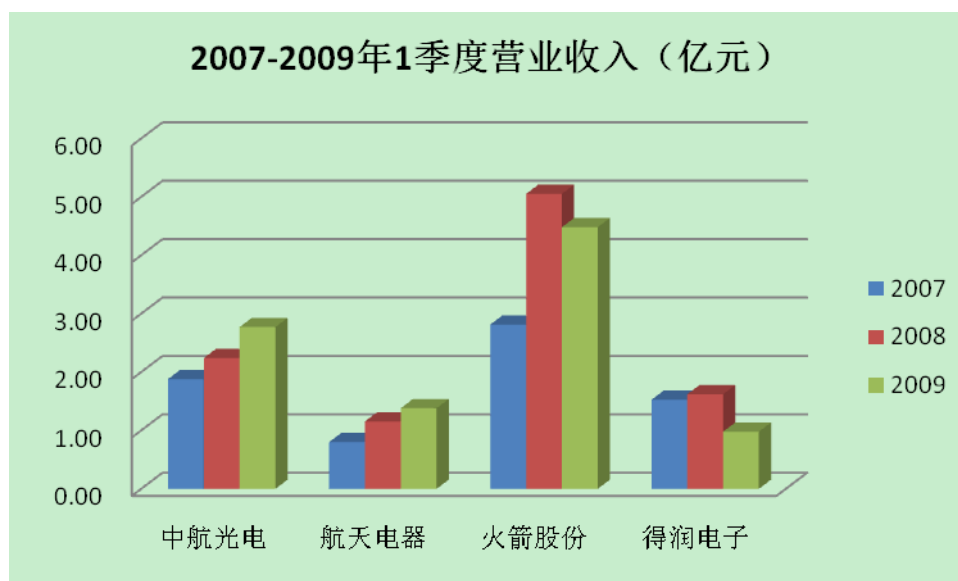
对比近三年的年报和近三年的 1 季报都不难看出，在同类型的 4 家上市公司中，中航光电是发展最为迅速的企业，加之中航工业集团整体战略的部署，预计公司将保持 CAGR 在 30%左右。

图 6. 2006-2008 年营业收入



数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

图 7. 2007-2009 年 1 季度营业收入



数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

3. 已有业务稳步增长，创新领域不断拓宽

近期，公司公布 2009 年第一季度报告，其中营业收入 2.77 亿元，同比增长 23.67%；实现归属母公司净利润 0.24 亿元，同比增长 40.65%；净资产收益率为 2.43%，比去年同期提高 0.49%；每股经营活动净现金流量净额为 0.075 元；实现每股收益 0.13 元，同比增加 44.44%。毛利率同比提高 3.46%达到 32.8%，环比也有 1.21%的提高幅度，这与原材料成本下降、产品收入结构变化相关。由于募投项

目的展开，公司产能扩大，所以在市场需求增长的情况下，公司销售收入能够实现稳步的增长。由于销售收入的确认方式等原因，环比下降属于季节性变化。

公司主营产品中军品和民品的销售比例接近 1:1。公司现有军品毛利率达到 40%，民品毛利率只有 20%，限于产品特点，以及军品的高增长性无法保证公司的持续增长，所以拓展民品业务将成为公司未来壮大自身实力的必由之路。

民品销售中以通讯、铁路、电力三家比例较高；其中，借助于 3G 业务的迅猛发展，以光纤连接器和 PCB 连接器为代表的通讯用连接器占民品销售收入的 50% 以上，同时仍将以超过 50% 的速度进行增长。依托公司强大的研发能力，目前 PCB 连接器的研发周期已经缩短到 45 天，相较于国外大型连机器生产商，公司能够为客户量身定做连接器，并凭借低廉的生产价格占领市场，公司现有 PCB 产品的进口替代优势明显。公司通讯类连接器的国内的销售对象主要为华为、中兴、大唐等大型通讯类企业。

为更有效的向几家在深圳的大型企业供货，2009 年 4 月 9 日中航光电深圳分公司正式成立，并开工投产。目前已建成 15 条精益线并全面投入使用。深圳分公司的成立，使中航光电光纤产品的产能得到了大幅提升。中航光电深圳分公司从筹建到投入生产仅用 33 天时间，充分反映了中航光电生产模式的日趋成熟。国际的销售对象为 Nokia、Ericsson 等企业，同时，公司已经进入到其全球认证采购网络中，这对于公司开拓国际市场无疑提供了最有效的商标。

公司目前极力拓展 4 大业务板块：新铁路工程板块、新能源板块、煤炭安全领域板块和石油勘探板块。四大板块的年销售额度都将能达到 5 千万至 1 亿元，CAGR 将保持在 20% 至 30% 左右。

表 2. 中航光电新拓展业务领域

领域	内容
新铁路工程板块	4 万亿的投资中铁路基础建设增加，公司现有连接器大量用于地铁、轻轨、城际铁路、高铁的控制系统、信号及语音传递等领域；
新能源板块	可用于风力发电机，相较于国外厂家具有明显的价格优势，目前进口连接器为 3 万元每台套，公司现有产品为 1 万元每台套；
煤炭安全板块	监测用连接器，在新矿井的假设中将用于进口替代，2008 年已经贡献超过 1 千万的销售收入；
石油勘探板块	公司目前在南阳、胜利两家油田进行连接器进口替代试点，公司已经掌握油田用连接器的设计和生产技术，项目的推广周期在 2 到 3 年。

表 3. 中航光电 SWOT 分析

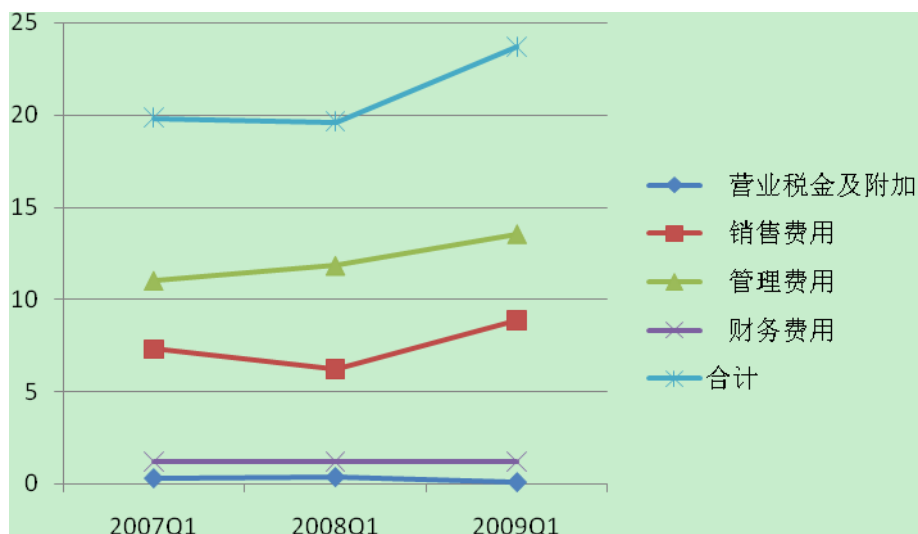
公司战略分析	SWOT 评价
优势	➢ 质量优势：公司现有水平达到美军军标水平，已经被欧洲部分国家、印度、巴基斯坦、澳大利亚采用，用于军转民项目中； ➢ 价格优势：公司同类产品相较于国际主流市场价格低 15% 至 25%，根本原因在劳动力成本的优势； ➢ 服务优势：公司能够为客户提供线、缆、连接器的解决方案，有针对性设计和制造相关产品；
劣势	➢ 产品种类仍少于国际性大公司：公司现有产品 20 余万种，国外竞争对手 TYCO (AMP)、安费诺 amphenol 的产品已经达到 60 万种至 80 万种； ➢ 公司在产品成熟化和产业化发展落后美、德； ➢ 产品外观设计存在较大差距； ➢ 原材料部分仍依赖进口；
机会	➢ 连接器生产已经逐步向亚洲转移，中国将承载更多的连接器的使用和生产； ➢ 母公司存在向上市公司注入资产的预期；
危险	➢ 民品业务受到全球市场波动影响； ➢ 对收购的沈阳兴华厂的改造存在摊薄公司盈利的风险；

4. 公司财务分析

■ 费用成本整体增加

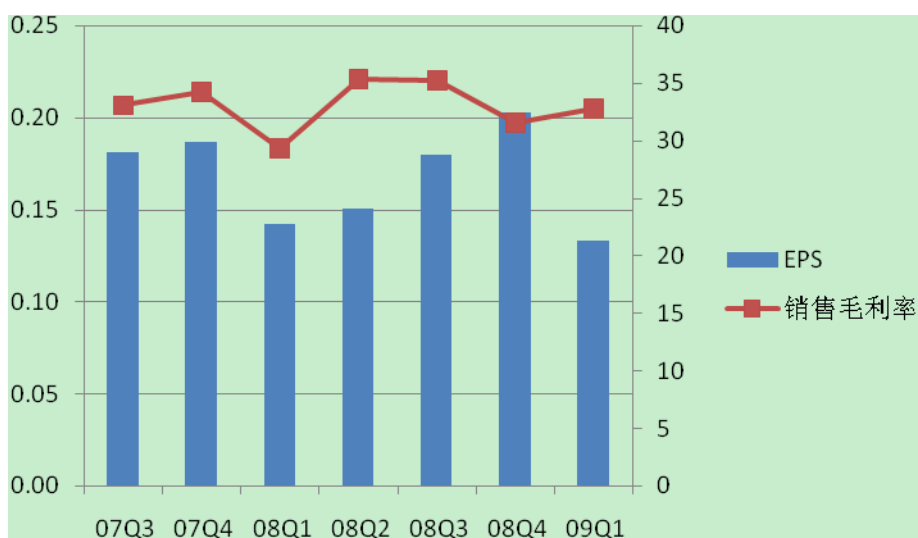
公司前两年一季度三项费用和营业税金总量一直维持在 20%，2009 年 1 季度由于管理费用和销售费用增加较大，“三费一金”的总量增长 4%。销售费用同比增加 76.03%，主要是公司销售业务拓展和销售收入的增长，相关差旅费、销售服务费等费用相应增加；管理费用同比增加 41.58%，主要是公司技术开发费和工资性费用增加。连接器产品从研发到产业化的周期为 2 至 3 年，所以对于连接器生产的企业来讲，研发能力将直接影响到企业的发展能力，公司适当增大管理费用增强研发能力以便更好的适应市场。

图 8. 2007-2009 年 1 季度营业收入



数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

图 9. 公司盈利能力指标



数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

■ 盈利能力持续增强

相较于中航工业集团 2009 年第一季度实现营业收入 271.94 亿元, 同比增长 1.79%, 公司实际增长远远好于集团整体水平。

2009 年 1 季度营业收入 2.77 亿元, 同比增长 23.67%; 实现归属母公司净利润 0.24 亿元, 同比增长 40.65%。公司历史上 1 季度收入往往是一年中的低点, 所以从情况判断, 公司现有业务仍将持续增长。

5. 风险预测和估值

- 原材料价格波动：由于公司产品的主要原材料为钢材，所以钢材价格的上升将直接降低公司的毛利率，所以应关注原材料价格影响；
- 公司对于收购的沈阳兴华厂的改造能够增加公司的产能，提高市场占有率，但是能否迅速提升公司收益能力需待时间的检验，如果未能有效改造企业的管理水平，降低企业的各种成本，存在摊薄现有收益能力的风险；
- 连接器的销售实际上与相关的工业及其工业产品的关联度很高，经济形式能否迅速转好将直接关系到公司民品的销售以及其增长情况；
- 按照中航集团的整合思路，公司最快也要下半年才会有资产注入的可能，所以市场能够坚持对这个预期的判断将影响公司的股价。

按照公司现有主营预测 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.83 元和 1.16 元，动态市盈率分别为 33 倍和 23.5 倍。这样的市盈率基本接近连接器生产厂家的市盈率水平，但是由于注入预期存在，公司可以适当存有一定溢价，鉴于目前市场价格偏高，短期给予谨慎推荐评级，适当回调后可以介入，长期给予推荐评级。

	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	1,076.65	1,291.98	1,614.98
营业收入	1,076.65	1,291.98	1,614.98
二、营业总成本	935.61	1,105.86	1,350.03
营业成本	721.52	865.63	1,082.03
营业税金及附加	3.17	3.80	4.76
销售费用	72.27	77.52	80.75
管理费用	119.66	155.04	177.65
财务费用	8.56	3.88	4.84
资产减值损失	10.43	10.00	12.00
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00
投资净收益	-0.23	0.00	0.00
四、营业利润	140.81	176.12	252.95
加：营业外收入	9.04	10.00	10.00
减：营业外支出	4.7	4.00	4.00
五、利润总额	145.15	191.12	267.95
减：所得税	27.74	36.52	51.21
六、净利润	117.41	154.59	216.74
七、每股收益：			
基本每股收益(元)	0.63	0.83	1.16

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209