

# 航天电器（002025） 电子元件

## —军品稳健增长，民品快速拓展

投资评级 强烈推荐 公司评级 A 收盘价 11.81 元

### 投资要点：

- ◆ 公司 09 年上半年实现营业收入 26273.11 万元，同比增长 8.90%；实现净利润 4914.09 万元，同比增长 3.71%。我们认为下半年在继电器恢复正常、微特电机继续保持快速增长和复试永磁电机抽油机可能获得订单的背景下，公司下半年将好于上半年。
- ◆ 公司本部连接器主要以军工为主，我们看好 09-10 年航天军工的投资，其也将保持稳定的增长。公司苏州基地将以通信设备，家电，交通，医疗设备等民品市场为主，但目前主要针对通讯类中的中高端连接器。公司已经成为华为、中信、大唐、北电网络的设备供应商，与此同时公司已获哈利伯顿和 GE 以及爱立信的相关认证。公司与华为和中兴以合作研发为主，虽然占比不高，但产品毛利率较高。
- ◆ 08 年苏州厂营业收入为 1 个亿左右，其中电连接器为 8200 万左右（07 年为 4500 万元），实现净利润 494 万，销售净利率为 4.9%。苏州基地目前正在向上游基础加工能力和模具的加工延伸，有意通过产业链延伸以提升其盈利能力和产品升级。我们认为随着苏州基地连接器业务向其他领域的拓展以及规模的逐渐提升，其毛利率将会获得提升。
- ◆ 公司继电器上半年由于一些不稳定性因素，增长放缓，在进行合理调整后，继电器往小体积和智能化方向发展，产品的附加值更高了，同时新产品的行业壁垒也较高，此块业务下半年将会有所起色。
- ◆ 公司微特电机技术在军工微特电机的话语权在全国前三甲。08 年主要是军用。微特电机目前处于满产状态，09 年上半年已接订单近 1 亿之多；目前主要是厂房这块有压力，年底应该可以解决，到时就可以解决微特电机的产能瓶颈，以进一步拓展民品市场。
- ◆ 公司复式永磁电机抽油机由于其高效、节能和环保，因此完全符合国家产业发展方向，但中石油有 10 万左右的员工是做设备的，如果此产品替代原有设备也就意味着有大部分面临失业，这不符合危机下政府政策。目前公司也正在通过与当地油田下属装备公司合作的方式来解决此类问题，我们认为这有利于公司尽早获得订单。
- ◆ 经预测，我们给予公司 09-11 年 EPS 分别为：0.4、0.55、0.69 元，对应目前股价，09、10 年市盈率分别为：29.52 倍，21.47 倍。公司作为一个优秀的军工企业，我们认为应该可以享受较好的估值，其合理的价值区间为：16—16.5 元。给予“强烈推荐”评级。

2009 年 8 月 11 日

### 主要数据

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 52 周最高/最低价(元) | 11.72/4.05       |
| 上证指数/深圳成指     | 3088.37/12258.79 |
| 50 日均成交额(百万元) | 53.04            |
| 市净率(倍)        | 3.27             |
| 股息率           |                  |

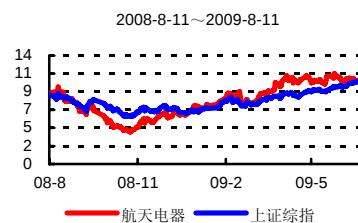
### 基础数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 流通股(百万股)  | 192.32  |
| 总股本(百万股)  | 330.00  |
| 流通市值(百万元) | 2086.72 |
| 总市值(百万元)  | 3580.50 |
| 每股净资产(元)  | 3.32    |
| 净资产负债率    | 24.87%  |

### 股东信息

|       |           |
|-------|-----------|
| 大股东名称 | 贵州航天朝晖电器厂 |
| 持股比例  | 20.12%    |

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

|      |                                  |
|------|----------------------------------|
| 研究员： | 李林森, 杨培龙                         |
| 电 话： | 021-51097188-1937                |
| 电 邮： | lilinsen@gyzq.com.cn             |
| 联系人： | 朱厚中                              |
| 电 话： | (86-21) 51097188-1853            |
| 电 邮： | zhuhouzhong@gyzq.com.cn          |
| 地 址： | 中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120) |

**资产负债表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1206 | 1437  | 1802  | 2214  |
| 现金             | 720  | 792   | 856   | 922   |
| 应收账款           | 144  | 206   | 300   | 405   |
| 其他应收款          | 4    | 6     | 9     | 12    |
| 预付账款           | 28   | 39    | 54    | 74    |
| 存货             | 246  | 314   | 482   | 663   |
| 其他流动资产         | 64   | 82    | 102   | 138   |
| <b>非流动资产</b>   | 450  | 418   | 384   | 350   |
| 长期投资           | 5    | 5     | 5     | 5     |
| 固定资产           | 249  | 229   | 202   | 171   |
| 无形资产           | 166  | 166   | 166   | 166   |
| 其他非流动资产        | 30   | 17    | 10    | 7     |
| <b>资产总计</b>    | 1656 | 1855  | 2186  | 2564  |
| <b>流动负债</b>    | 232  | 285   | 403   | 516   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 99   | 127   | 210   | 289   |
| 其他流动负债         | 133  | 158   | 193   | 227   |
| <b>非流动负债</b>   | 40   | 40    | 50    | 60    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 40   | 40    | 50    | 60    |
| <b>负债合计</b>    | 272  | 325   | 453   | 576   |
| 少数股东权益         | 288  | 304   | 325   | 352   |
| 股本             | 330  | 330   | 330   | 330   |
| 资本公积           | 422  | 422   | 422   | 422   |
| 留存收益           | 343  | 474   | 655   | 883   |
| 归属母公司股东权益      | 1095 | 1227  | 1408  | 1636  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1656 | 1855  | 2186  | 2564  |

**现金流量表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 43   | 55    | 49    | 55    |
| 净利润            | 110  | 147   | 203   | 255   |
| 折旧摊销           | 38   | 33    | 34    | 35    |
| 财务费用           | -20  | -14   | -12   | -8    |
| 投资损失           | -0   | -3    | -3    | -3    |
| 营运资金变动         | -86  | -112  | -179  | -230  |
| 其他经营现金流        | 1    | 4     | 7     | 7     |
| <b>投资活动现金流</b> | -63  | 3     | 3     | 3     |
| 资本支出           | 78   | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | -5   | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 10   | 3     | 3     | 3     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -6   | 14    | 12    | 8     |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 165  | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -114 | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -57  | 14    | 12    | 8     |
| <b>现金净增加额</b>  | -26  | 71    | 64    | 67    |

**利润表**

单位: 百万元

| 会计年度            | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 487  | 680   | 1023  | 1383  |
| <b>营业成本</b>     | 256  | 352   | 539   | 742   |
| <b>营业税金及附加</b>  | 1    | 1     | 2     | 2     |
| <b>营业费用</b>     | 21   | 34    | 51    | 69    |
| <b>管理费用</b>     | 110  | 136   | 205   | 277   |
| <b>财务费用</b>     | -20  | -14   | -12   | -8    |
| <b>资产减值损失</b>   | 1    | 10    | 13    | 16    |
| <b>公允价值变动收益</b> | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>    | 0    | 3     | 3     | 3     |
| <b>营业利润</b>     | 118  | 164   | 228   | 289   |
| <b>营业外收入</b>    | 10   | 10    | 11    | 12    |
| <b>营业外支出</b>    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 127  | 173   | 238   | 300   |
| <b>所得税</b>      | 17   | 26    | 36    | 45    |
| <b>净利润</b>      | 110  | 147   | 203   | 255   |
| <b>少数股东损益</b>   | 12   | 16    | 21    | 27    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 98   | 131   | 181   | 228   |
| <b>EBITDA</b>   | 137  | 183   | 250   | 315   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.30 | 0.40  | 0.55  | 0.69  |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入           | 43.9% | 39.6% | 50.5% | 35.2% |
| 营业利润           | 8.2%  | 38.2% | 39.6% | 26.4% |
| 归属于母公司净利润      | 11.5% | 33.9% | 38.1% | 25.8% |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 47.4% | 48.3% | 47.3% | 46.4% |
| 净利率(%)         | 20.1% | 19.3% | 17.7% | 16.5% |
| ROE(%)         | 9.0%  | 10.7% | 12.9% | 13.9% |
| ROIC(%)        | 13.1% | 17.5% | 21.2% | 22.6% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 16.4% | 17.5% | 20.7% | 22.5% |
| 净负债比率(%)       | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率           | 5.20  | 5.05  | 4.47  | 4.29  |
| 速动比率           | 4.13  | 3.94  | 3.27  | 3.00  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.32  | 0.39  | 0.51  | 0.58  |
| 应收账款周转率        | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 应付账款周转率        | 3.71  | 3.11  | 3.20  | 2.97  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.30  | 0.40  | 0.55  | 0.69  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.13  | 0.17  | 0.15  | 0.17  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.32  | 3.72  | 4.27  | 4.96  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 39.34 | 29.39 | 21.29 | 16.93 |
| P/B            | 3.52  | 3.15  | 2.74  | 2.36  |
| EV/EBITDA      | 25    | 19    | 14    | 11    |

## 国元证券投资评级体系:

### (1)公司评级定义

|      | 二级市场评级                                 |   | 公司质地评级           |
|------|----------------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上        | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平  |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间      | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性   | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间 | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平  |
| 回避   | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上         |   |                  |

### (2)行业评级定义

|    |                                           |
|----|-------------------------------------------|
| 推荐 | 行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 中性 | 行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上    |

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)