

2010-05-19

电子元件

航天电器 002025.SZ

军品市场大有可为，广阔的民品市场扩张虽面临困难但正稳步前进

◇ 调研地点：贵阳 调研时间：2010年5月14日~15日

◇ 拜访对象：航天电器董事长、总经理、董秘

◆ 军品作为公司核心产品短期内难以改变

公司目前产品仍以军品为主，军品订单均十分饱满，基本维持满产状态，且军品订单毛利率高，微电机、连接器、继电器毛利率分别在40%、50%、60%左右。民品市场不仅规模小，而且领域较为单一，毛利率也较军品低，在30%左右。目前连接器、继电器的民用领域正在从通信设备向医疗设备、机车、家电等领域寻求扩张。我们预计1~2年内用于航空、航天、军工电子、船舶等领域的军品仍是公司核心产品，亦是主要利润来源。

◆ 国防建设的需要决定了军用市场的稳定增长

国防建设的特殊性和重要性使得国防开支基本不会因经济波动而产生大幅波动。我国目前国防建设的不足决定了未来国防建设投入仍将保持较高增长。我们预计航空航天、军工电子等领域的国家投入未来5~10年将有望达到20%的复合增速。而公司作为国内最重要的供应商之一，其实际增速有望超过行业平均水平达到25%。

◆ 公司在民品市场的扩张虽有一定困难，但正逐步展开

民品市场规模更大，前景更为广阔，但公司作为老牌军工企业，在向民用市场切入的过程中亦面临一定困难。产品定位、管理风格的转变等是公司亟待解决的问题。但公司在民用市场的拓展已初见成效，2010年民品占收入比重已接近20%。较小的基数意味着可能获得较快的增长，我们预计未来两年公司民品收入复合增速有望达到50%，占总收入比重会进一步扩大。

◆ 新型石油电机产品前景广阔，但量产仍需时间

由于目前的石油电机的供应方与油田通常是关联方，因此公司的新型石油电机虽然具备节电、低噪音、占地面积小等优点，但欲正式进入供应链困难重重。目前公司通过与中石油下属企业合作的方式，共同申报国家“能源一号网”，争取获得生产许可证并获得中石油的认证。我们认为这种利益绑定、双方共赢的策略有望调动中石油下属企业的积极性，为公司石油电机产品的市场开拓创造更好的条件。

◆ 盈利预测与投资评级

我们预计公司2010年~2012年EPS分别为0.42元、0.53元和0.66元。目前行业内主流公司2010年平均PE约为38倍。考虑到公司增速相对偏缓，我们给予公司2010年32倍合理PE，合理价13.44元。若民品市场开拓中遇到特定性事件导致确定性增强，公司有望获得更高估值。综合考虑公司未来成长前景和风险以及公司股价的安全边际，我们维持之前对公司的“增持”评级不变。目标价13.44元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	487	584	728	943	1,201
营业收入增长率	43.89%	20.01%	24.63%	29.46%	27.31%
净利润(百万元)	98	103	138	173	218
净利润增长率	11.52%	5.17%	34.19%	25.30%	25.80%
EPS(元)	0.30	0.31	0.42	0.53	0.66
ROE(归属母公司)	8.95%	8.61%	10.35%	11.48%	12.62%
P/E	39	37	27	22	17
P/B	3	3	3	3	2

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	11.49元
目标价格	13.44元
目标期限	6个月

分析师：

赵磊(执业证书编号：S0930209110229)

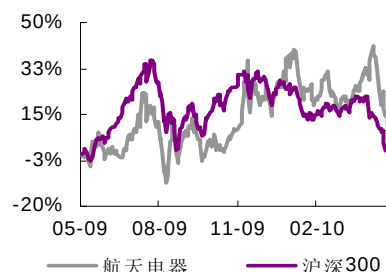
021-22169176

zhaol@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	330
总市值(百万元)	3,891
流通比例(%)	58.28%
12个月最高/最低(元)	15.33/9.37
近3月日均成交量(百万股)	5.40
主要股东	贵州航天工业有限责任公司

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.81	0.78	7.01
绝对收益	-16.80	-10.43	10.26

相关报告：

投资要件

关键假设

公司军用连接器、继电器未来三年保持 20% 的年均增速，毛利率基本稳定；军用电机增速在 15%~20% 之间，毛利率维持当前水平。

公司民用连接器、继电器由于基数较小及新客户的开拓，在 2010 年和 2011 年将获得较高增长，年增速在 50% 左右。

石油电机在 2011 年进入中石油供应链。

我们对公司的核心看法

公司是军用连接器和继电器以及微特电机的主要供应商之一，军品市场因国防建设的需要未来 5 年保持 20% 的复合增长，毛利率也将维持在 50%~60% 的较高水平。

公司进入民用市场较晚，目前较小的收入基数使得高增长相对容易，随着规模的增长，增速会逐渐变慢。民品毛利率也将呈现出先上升后下降的趋势。

短期来看，公司缺乏导致股价迅速大幅上升的必要因素；但行业内偏低的估值（2010 年 28 倍 PE、3.1 倍 PB）和公司稳健的业绩将使得公司具备良好的安全边际和中长期投资价值。

估值和目标价格

我们预计公司 2010 年~2012 年 EPS 分别为 0.42 元、0.53 元和 0.66 元。目前行业内主流公司 2010 年平均 PE 约为 38 倍。考虑到公司增速相对偏缓，我们给予公司 2010 年 32 倍合理 PE，对应合理价格 13.44 元。

股价上涨的催化因素

由于军品订单的稳定性，我们认为公司潜在的催化剂主要是民品市场的开拓。由于公司目前民品市场结构较为单一（以通讯设备领域为主），因此，新的民品市场领域的进入（或大幅提升）将是公司业绩超预期增长和股价上涨的催化因素。此外，石油电机进入中石油供应链的进展若能取得决定性突破，亦将成为股价迅速上扬的催化剂。

投资风险

民品和军品的产品特点具有显著性差异。军品同质性低，产品种类多，不同批次产品几乎无法替代，注重产品质量、性能、稳定性，对成本控制要求一般，同时对时效性的要求也一般。而民品同质性高，替代性也强，对产品的交货周期有严格要求，同时由于其大规模生产的特征，因此对成本要求十分严格。此外，军品由于均是国家订单，因此市场开拓难度相对较小（不是完全没有）；而民品由于竞争对手多，市场化程度高，因此市场开拓难度相对更大。

此外，系统性风险也是不容忽视的。

一、公司当前主业（连接器、继电器、电机）现状

1.1 目前军品状况

- 公司目前产品仍以军品为主，无论是连接器、继电器还是微特电机，军品订单均十分饱满，公司总部基地（军用连接器继电器）和林泉基地（军用电机）基本维持满产状态。
- 公司军品主要用于航空、航天、军工电子、军用船舶等领域，且产品主要以高端产品为主，具备高售价、高附加值、高毛利率的“三高”特征。

1.2 目前民品状况

- 公司民品市场相对较为单一，目前连接器、继电器的民用领域以通信设备为主，主要客户是华为、中兴通讯、大唐电信等设备制造商。但正在向医疗设备、机车、家电等领域寻求扩张，
- 公司通过向株洲机车研究所等机车设备商供货已成功进入机车领域，而与 GE、诺基亚-西门子、哈里伯顿等海外公司的合作，意味着公司的产品已成功进军海外市场（医疗设备、通讯设备等）。虽然机车、医疗设备领域目前销售量还不大，但随着合作的进一步深入，公司在这些领域的销售规模有望获得较高增速。
- 市场最为关注的用于石油采掘的新型石油电机进展较为缓慢，目前仍处于产品试用认证阶段，尚未正式进入中石油的供应链。

1.3 公司产品盈利状况

- 公司军品盈利能力良好。下游应用领域（航空航天、船舶、军工电子）均是对产品性能、质量和稳定性要求极高，技术壁垒高，因此附加值也高。此外，军用订单本身就存在多批次小批量的特点，难以进行规模化生产，无形中也增强了公司的议价能力。公司军品连接器毛利率约为 50%，继电器毛利率超过 60%，军用电机毛利率在 40%左右。
- 由于目前公司民品市场尚未完全打开，规模效应尚未得到充分体现，因此公司当前民品盈利能力一般。

二、公司产品市场前景

2.1 军品前景

国防建设在任何时候都是国家政策的重中之重，因此国防开支基本不会因经济波动而产生大幅波动。事实上我国目前的国防建设与广阔疆

域相比仍有很大的不足，因此未来国防建设投入仍将保持较高增长。而公司在军用连接器、继电器领域是国内最重要的供应商之一，必将迎来良好的增长前景。我们预计航空航天、军工电子等领域的国家投入未来5~10年将有望达到20%的复合增速。

2.2 民品前景

民品市场相比军品市场其容量更为广阔，由于公司介入民品市场较晚，因此目前市场份额低，竞争能力有限。但在国家军工技术带动民用技术的发展的大方针背景下，公司在军品领域的良好技术背景，有望成功的辐射到民用领域，为未来在民品市场的扩张创造良好的条件。事实上，公司有望参与组建国家精密微特电机研发中心（全国唯一，相当于国家重点实验室），从而成为该领域的行业标准的制定者。

此外，公司在国产大飞机领域也大有可为。目前国产商飞的主要零部件高度依赖进口，考虑到公司产品已成功运用于航空航天领域，我们认为公司产品未来完全有能力应用在国产商飞上。虽然由于其行业特殊性，我们无法准确预估具体的市场空间，但其规模无疑是巨大的。

三、对公司前景的展望

我们认为，公司在军品领域保持目前的领先地位不是难事，军品销售收入未来3~5年有望保持25%的复合增速，略高于需求增速。新建厂房预计二季度投入使用，将有效缓解产能紧张的问题。

公司民品市场由于起步晚、起点低、基数小，目前仍定位于市场开拓阶段。我们预计公司民品收入未来3年有望实现40%~50%的复合增速，随着规模的扩大，我们预计民品毛利率将出现先迅速上升后缓慢下降的变化趋势。

公司已投入8,700万元在上海市普陀区高新技术产业园区内建设技术研发中心（已公告），这意味着公司已经意识到民品的扩张必须与市场保持高度的联系。公司此举的目的一方面能与市场保持更紧密的接轨，二也有利于公司吸引高端人才。公司2010年将进一步加大研发投入的力度，此举虽然会牺牲短期利益，但对公司中长期发展来说是大有必要的。

此外，公司在过去多年里稳健的财务政策和市场政策有可能继续延续。多年无借款使得公司财务安全系数高，但没有充分利用财务杠杆也会降低公司的增长潜能。

四、关于市场高度关注的新型石油电机的进展

油井用新型石油电机（大功率电机）市场容量大（预计现有存量电机替代市场容量达百亿元以上，以后每年新增市场需求超过10亿元），附加值高，盈利能力强，一旦进入该领域，将能大幅提升公司盈利能力。

公司产石油电机的特点是能大幅节约油井抽油的电力成本，约在 50%以上。

目前的石油电机主要是中石油下属企业生产，再供应给中石油的油井，形成了较为稳定的供应链条，因此公司产品进入该供应链会遇到一定阻力。但由于其实实在在的节电效果，因此只要运作得当，完全有希望实现进入供应链的目标。目前公司通过与中石油下属企业合作的方式，共同申报国家“能源一号网”，争取获得生产许可证并获得中石油的认证。我们认为这种利益绑定、双方共赢的策略有望调动中石油下属企业的积极性，为公司石油电机产品的市场开拓创造更好的条件。

五、盈利预测和评级

我们预计公司 2010 年~2012 年收入分别为 7.28 亿元, 9.43 亿元和 12.01 亿元, 三年复合增速为 27.1%, EPS 分别为 0.42 元、0.53 元和 0.66 元, 三年复合增速为 28.4%。

目前行业内主流公司 2010 年平均 PE 约为 38 倍。考虑到公司增速相对偏缓，我们给予公司 2010 年 32 倍合理 PE，对应合理价格 13.44 元。如果公司的民品市场开拓取得更多的实际性进展，尤其是石油电机进入中石油供应链取得突破，公司有望获得更高的市场估值。而 2010 年 3.1 倍的 PB 也给公司带来了良好的安全边际。

综合考虑公司业务未来成长前景和风险以及公司股价的安全边际，我们维持之前对公司的“增持”评级不变。目标价 13.44 元。

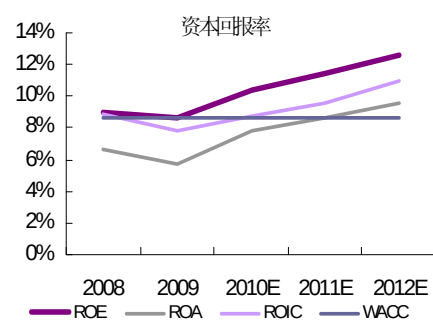
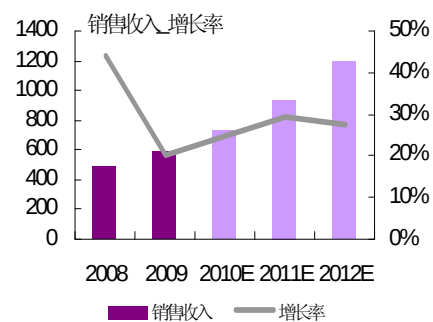
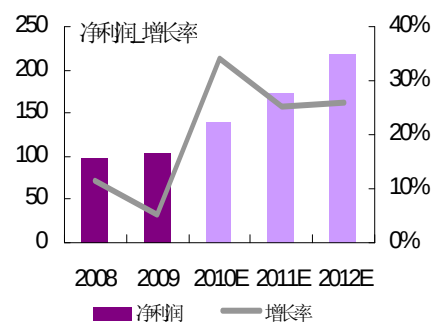
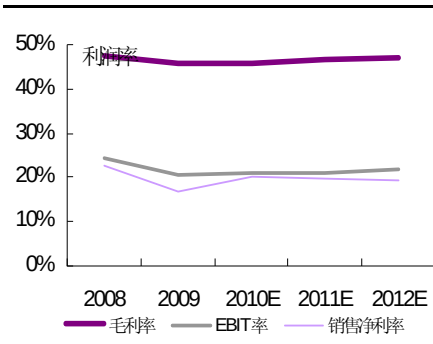
六、公司目前面临的主要问题和风险

公司目前的最主要问题和风险均来自民品市场。

民品和军品的产品特点具有显著性差异。军品同质性低，产品种类多，不同批次产品几乎无法替代，注重产品质量、性能、稳定性，对成本控制要求一般，同时对时效性的要求也一般。而民品同质性高，替代性也强，对产品的交货周期有严格要求，同时由于其大规模生产的特征，因此对成本要求十分严格。此外，军品由于均是国家订单，因此市场开拓难度相对较小（不是完全没有）；而民品由于竞争对手多，市场化程度高，因此市场开拓难度相对更大。

我们认为公司未来的主要风险来自于民品市场的开拓进展达不到我们预期。而又有两个原因可能造成这种状况，一是公司进入民用市场较晚，经验有所欠缺，而民用市场与军用市场的差异性使得公司未必能很快适应。二是公司是老牌军工企业，军工企业（国企）的历史积淀有可能造成公司决策迟缓、缺乏机动性等缺点。稳健的财务政策和市场政策固然可以降低公司经营风险，但亦有可能错过市场机会。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	487	584	728	943	1,201
营业成本	256	316	396	505	634
折旧和摊销	35	36	44	48	52
营业税费	1	1	1	2	2
销售费用	21	30	36	47	60
管理费用	110	124	146	189	240
财务费用	-20	-13	-9	-9	-9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-17	3	4	4
营业利润	118	104	166	209	273
利润总额	127	115	175	218	274
少数股东损益	12	-4	10	12	15
归属母公司净利润	98.05	103.12	138.38	173.39	218.13

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,656	1,724	1,900	2,142	2,441
流动资产	1,206	1,273	1,347	1,557	1,827
货币资金	720	594	534	589	702
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	144	220	221	287	365
应收票据	64	58	73	94	120
其他应收款	4	8	5	6	7
存货	246	234	317	404	507
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	25	26	26	27
固定资产	249	272	346	374	397
无形资产	166	71	67	64	61
总负债	272	243	271	327	394
无息负债	272	243	271	327	394
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1,384	1,481	1,629	1,814	2,048
股本	330	330	330	330	330
公积金	525	548	570	598	633
未分配利润	240	321	437	582	765
少数股东权益	288	283	293	305	320

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	43	105	81	127	184
净利润	98	103	138	173	218
折旧摊销	35	36	44	48	52
净营运资金增加	97	290	187	218	235
其他	-187	-325	-288	-313	-321
投资活动产生现金流	-63	-234	-150	-80	-80
净资本支出	-166	-71	150	80	80
长期投资变化	5	25	0	0	0
其他资产变化	99	-188	-300	-160	-160
融资活动现金流	-6	3	9	9	9
股本变化	165	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	153	-29	28	56	66
净现金流	-26	-127	-60	55	113

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	43.89%	20.01%	24.63%	29.46%	27.31%
净利润增长率	11.52%	5.17%	34.19%	25.30%	25.80%
EBITDA 增长率	20.33%	2.29%	38.17%	23.56%	27.23%
EBIT 增长率	11.77%	2.48%	42.97%	27.77%	32.14%
估值指标					
PE	39	37	27	22	17
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	25	25	18	15	12
EV/EBIT	34	33	24	19	14
EV/NOPLAT	41	38	28	23	17
EV/Sales	7	6	5	4	3
EV/IC	4	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	47.37%	45.88%	45.68%	46.43%	47.20%
EBITDA 率	31.45%	26.80%	27.21%	25.97%	25.95%
EBIT 率	24.23%	20.69%	21.14%	20.87%	21.66%
税前净利润率	26.11%	19.74%	23.97%	23.13%	22.85%
税后净利润率 (归属母公司)	20.13%	17.64%	19.00%	18.39%	18.17%
ROA	6.64%	5.74%	7.81%	8.66%	9.55%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.95%	8.61%	10.35%	11.48%	12.62%
经营性 ROIC	8.82%	7.81%	8.73%	9.57%	10.99%
偿债能力					
流动比率	5.20	6.70	6.18	5.68	5.37
速动比率	413.89%	546.65%	472.60%	420.30%	387.72%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.30	0.31	0.42	0.53	0.66
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.13	0.32	0.25	0.38	0.56
每股自由现金流(FCFF)	0.52	-0.36	-0.51	-0.25	-0.12
每股净资产	3.32	3.63	4.05	4.58	5.24
每股销售收入	1.48	1.77	2.21	2.86	3.64

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投资顾问有限公司，从事电子行业研究，2009 年进入光大证券，任电子行业分析师。

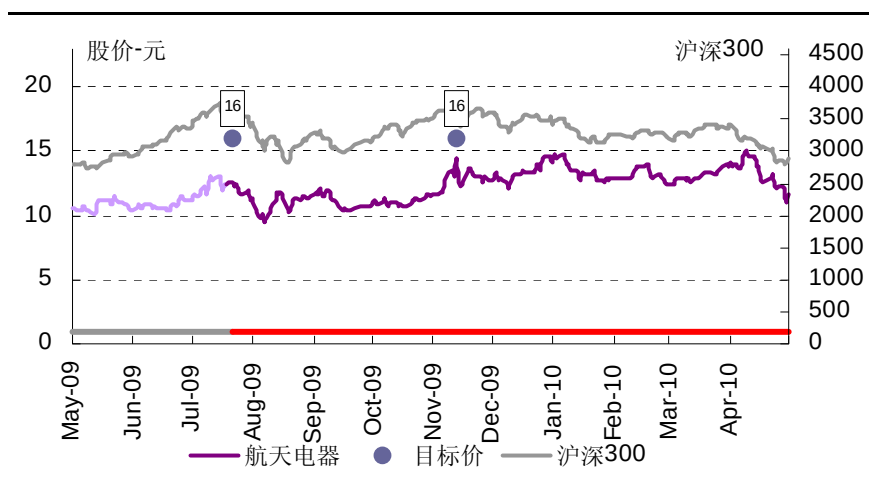
分析师声明

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、竞争性因素以及光大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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

航天电器（002025）

分析师：赵磊



日期	股价	目标	评级
2009-08-03	12.40	16.00	增持
2009-11-25	13.11	16.00	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。