渤海证券 BOHAI SECURITIES 研究所

公司投资价值分析报告

内生性增长与资产证券化齐发力，业绩高速增长值得期待

——航天电子（600879）投资价值分析报告

分析师： 张敬华 SAC NO: S1150513080004 2016 年 06 月 15 日

机械——航空航天

证券分析师

张敬华

010-68784257

zhangjh_bh@126.com

助理分析师

李骥

SAC No: S1150115050009

lijinathanlee@gmail.com

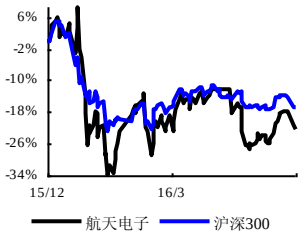
评级： 买入

上次评级： 增持

目标价格：

最新收盘价： 13.44

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《系统级产品有望成为公司新的利润增长点—航天电子（600879）调研报告》2016-3-22

投资要点：

- **军用无人机或将成为公司新的利润增长点**

我们保守估计，到 2020 年我国军用无人机的市场将达到 63 亿元；乐观估计，我国军用无人机占国防开支的比重将达到 0.6%-0.7%，对应的军用无人机市场规模将达到 84-98 亿元。由此可见，军用无人机未来 5 年的市场空间巨大。公司掌握了近程无人机核心领域的大批核心技术并形成领先优势，所生产的“彩虹”系列无人机产品与十一院的远程无人机在型号上形成了互补，具有广阔的市场前景，已经批量列装陆军、海军、空军、武警和公安等领域。2015 年公司无人机收入 4 亿多元，毛利水平也达到了 30%以上。我们预计今年公司无人机收入将大概率超过 5 亿元，未来 5 年收入或将达到 8-10 亿元，并且有可能将无人机业务独立至子公司平台进行单独运作。

- **事业制单位改革逐步推进，九院整体上市值得期待**

公司拟发行股票购买资产的方式，向中国航天时代电子公司等 9 家企业发行股份的方式购买其持有的资产，资产包括航天电工在内的 8 项资产。同时，公司募集配套资金不超过 29.50 亿元，用于智能防务装备系统科研及产业化能力建设项目等四个项目。此外，九院旗下拥有 13 所、16 所、771 所、772 所和 704 所等研究所资产目前仍在上市公司体外，未来随着改革的深化，这些资产有望逐步注入到上市公司体内。

- **公司整体估值偏低，长期看好公司发展**

2015 年公司业绩继续平稳增长，无人机和智能炸弹两个系统级产品也取得了一定的进展，未来有望成为公司新的利润增长点；同时，公司通过定增发行股份的方式并入航天科技九院的企业资产，也将进一步增厚公司的盈利能力。此外，事业制的军工科研院所改制也或将在十三五期间有所突破，公司作为航天科技九院唯一的上市公司平台，有望率先实施。从估值角度来看，纵向看，公司目前的估值水平已经处于历史的较低位置；从横向角度看，公司的估值水平也低于军工行业的整体估值水平，具有较高的安全边际。在不考虑资产注入的情况下，我们预计公司 2016 年将实现 65 亿元左右的收入，预计公司 2016-18 年将实现 EPS 分别为：0.38、0.44 和 0.51 元/股，给予公司“买入”的投资评级。

财务摘要（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	4901.80	5609.33	6506.82	7547.91	8680.10
(+/-)%	19.4%	14.4%	16.0%	16.0%	15.0%
经营利润（EBIT）	389.58	451.46	616.01	714.57	821.76
(+/-)%	10.0%	15.9%	36.4%	16.0%	15.0%
归母净利润	246.43	265.37	395.88	460.37	527.06
(+/-)%	6.9%	10.8%	49.2%	16.3%	14.5%
每股净收益（元）	0.24	0.26	0.38	0.44	0.51

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	189	385	65	75	87
应收票据及账款	1650	2367	1025	2910	1615
交易性金融资产	0	0	0	0	0
预付款项	569	577	729	785	956
其他应收款	74	89	100	119	133
存货	4135	3905	6625	5590	8458
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	10	10	10	10
固定资产	1756	1696	2645	2540	2434
在建工程	888	1055	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
无形资产	403	430	372	314	256
长期待摊费用	8	10	5	0	0
资产总计	9700	10536	11591	12357	13963
短期借款	970	592	720	682	1156
应付票据及账款	1924	2023	1958	2660	2651
交易性金融负债	0	0	0	0	0
预收款项	681	543	1154	815	1450
预计负债	0	0	0	0	0
其他应付款	148	198	198	198	198
其他流动负债	100	1000	1000	1000	1000
长期借款	300	300	300	300	300
其他负债	0	0	0	0	0
负债合计	4321	4855	5529	5854	6954
股东权益合计	5379	5681	6061	6504	7010

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	258	286	427	496	568
折旧与摊销	155	149	168	168	163
经营活动现金流	125	73	-354	155	-336
投资活动现金流	-272	-256	0	0	0
融资活动现金流	199	414	34	-144	347
现金净变动	52	231	-320	10	11
期初现金余额	250	300	385	65	75
期末现金余额	300	528	65	75	87

利润表（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4902	5609	6507	7548	8680
营业成本	3849	4452	5077	5889	6772
营业税金及附加	5	7	8	9	10
销售费用	72	73	84	98	113
管理费用	601	622	722	837	963
财务费用	91	97	47	53	64
资产减值损失	17	28	0	0	0
投资收益	-2	-3	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	264	328	569	662	757
其他非经营损益	36	29	0	0	0
税前利润	300	357	569	662	757
减：所得税	42	71	142	165	189
净利润	258	286	427	496	568
归属于母公司的净利润	246	265	396	460	527
少数股东损益	12	21	31	36	41
基本每股收益	0.24	0.26	0.38	0.44	0.51
稀释每股收益	0.24	0.26	0.38	0.44	0.51

财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性					
营收增长率	19.37%	14.43%	16.00%	16.00%	15.00%
EBIT 增长率	10.05%	15.89%	36.45%	16.00%	15.00%
净利润增长率	6.93%	10.82%	49.18%	16.29%	14.49%
盈利性					
销售毛利率	21.49%	20.64%	21.98%	21.98%	21.98%
销售净利率	5.27%	5.10%	6.56%	6.57%	6.55%
ROE	4.72%	4.83%	6.77%	7.36%	7.85%
ROIC	5.44%	5.15%	7.42%	7.58%	8.25%
估值倍数					
PE	63.8	59.2	39.7	34.1	29.8
P/S	3.21	2.80	2.42	2.08	1.81
P/B	3.01	2.86	2.69	2.51	2.34
股息收益率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	31.2	27.4	21.6	19.2	17.7

目　录

1.公司是航天国防电子领域龙头企业 6
1.1 公司基本情况 6
1.2 公司业务情况 7
1.3 公司军民业务稳步增长 7
1.4 从单一设备配套产品向系统级产品拓展 9
2.军用无人机产品成公司未来业绩增长亮点 10
2.1 军用无人机的分类 10
2.2 世界军用无人机的发展历程 11
2.3 我国军用无人机的发展状况 13
2.4 军用无人机市场空间广阔，公司系统级产品优势明显 15
3.内生性增长与资产证券化齐发力 17
3.1 资产注入速度加快，期待九院整体上市 17
3.2 十三五太空发射任务密集，拉动对公司产品的需求 18
4.整体估值偏低，长期看好公司未来发展 19

图 目 录

图 1：航天电子股权结构关系图 6
图 2：公司营业收入及其同比（单位：万元、%） 8
图 3：公司归属上市公司净利润及其同比（单位：万元、%） 8
图 4：公司军品营业收入及其同比（单位：万元、%） 8
图 5：公司民品营业收入及其同比（单位：万元、%） 8
图 6：公司 2015 年各地区营业收入（单位：万元） 8
图 7：军工行业产业链划分 9
图 8：公司军品毛利率（单位：%） 10
图 9：RQ-4“全球鹰”无人侦察机 12
图 10：MQ-1 无人攻击机 12
图 11：彩虹-4 无人机 13
图 12：BZK-005 无人机 13
图 13：我国军费开支及其同比（亿元、%） 16
图 14：公司生产的无人机之一 16
图 15：公司生产的无人机之二 16
图 16：长征三号乙运载火箭 19
图 17：长征五号运载火箭 19

表 目 录

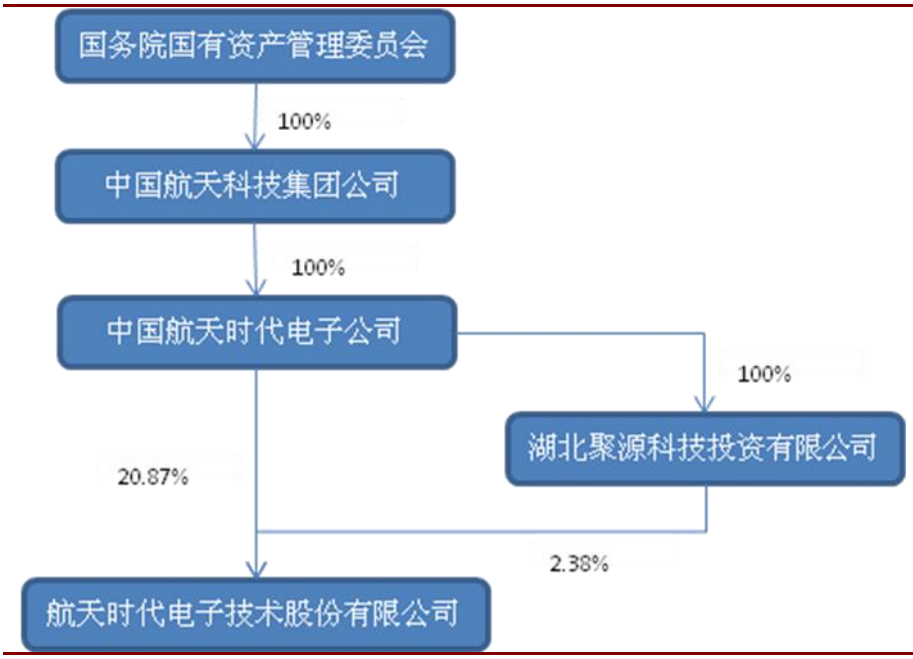
表 1：公司各项业务划分及 2015 年经营情况汇总 7
表 2：军用无人机的种类及其用途 11
表 3：世界军用无人机的发展历程 12
表 4：我国主要军用无人机机型及其性能特点 13
表 5：拟收购资产的交易净额及预估值（单位：亿元） 17
表 6：本次募集资金主要用途（单位：万元） 17
表 7：主要军工上市公司估值水平 19

1.公司是航天国防电子领域龙头企业

1.1 公司基本情况

航天时代电子技术股份有限公司，即航天电子，是我国航天科技集团公司旗下专门从事测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航以及其他航天技术应用产品的研发、生产和销售的高科技上市公司。公司现有技术和主导产品广泛应用于运载火箭、飞船、卫星等产品领域，是航天电子重要设备制造商。

图 1：航天电子股权结构关系图



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

公司的前身为于 1995 年上市的“武汉电缆”，主要经营电线电缆制造；1999 年，中国运载火箭技术研究院受让湖北万绿实业股份有限公司持有的股权，成为公司的实际控制人，并通过资产置换的方式注入航天类产品，更名为“火箭股份”；2004 年，公司控股股东中国运载火箭技术研究院将其持有的上市公司 24.02%股权以行政划转方式转予航天时代，由此控股股东变更为航天时代；2007 年，公司通过定向增发收购了中国航天时代电子公司部分资产；2009 年公司正式更名为航天时代电子技术股份有限公司，即航天电子，主营业务也随之变更为：航天测控通信、机电组件、集成电路和惯性导航等。

1.2 公司业务情况

公司目前共有 11 家控股子公司，所从事的主要业务为航天电子专用产品的研发与生产，主要包括航天测控通信、航天专用机电组件、集成电路、惯性导航、系统化集成产品以及其他航天技术应用产品等，产品主要应用于运载火箭、飞船、卫星等航天领域。

表 1：公司各项业务划分及 2015 年经营情况汇总

业务领域	子公司	持股比例	营业收入（万元）	净利润（万元）	主要经营地	业务性质	主营业务
测控通信	北京航天长征火箭技术有限公司	99.15%	170,571.50	11,733.19	北京	军品	测控通信、卫星导航、精确制导与信息对抗等
	上海航天电子有限公司	100%	71,002.32	6,560.00	上海	军品	测控数传、精密机械等
	重庆航天火箭电子技术有限公司	100%	24,283.39		重庆	军品	遥感通信产品、医疗器械
机电组件	桂林航天电子有限公司	100%	22,964.17		桂林	军品	电连接器和继电器
	杭州航天电子技术有限公司	100%	32,005.20	3,201.02	杭州	军品	电连接器和电缆组件
	郑州航天电子技术有限公司	100%	25,730.13		郑州	军品	电连接器和电缆网
	北京航天光华电子技术有限公司	100%	79,316.31	3,461.77	北京	军品	导弹/火箭控制系统
惯性导航	北京航天时代激光导航技术公司	50%	32,277.47	2,399.65	北京	军品	激光陀螺及惯导系统
	北京市普利门电子科技有限公司	100%			北京	民品	石油定向钻井仪器
集成电路	北京时代民芯科技有限公司	100%			北京	军品+民品	集成电路、模块产品和解决方案
无人机	南京航天猎鹰飞行器技术有限公司	63.33%	6,543.30	3,479.95	北京、南京	军品+民品	从事无人机系统开发、生产和飞行服务

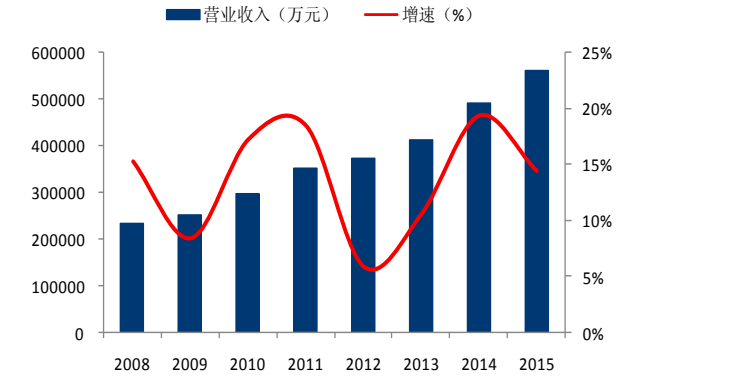
资料来源：公司公告 渤海证券研究所

1.3 公司军民业务稳步增长

2015 年公司圆满完成了国家载人航天、探月工程、“核高基”、北斗二代导航等多项重大专项型号任务，实现了营业收入、净利润等多项经济指标平稳增长。其中，公司 2015 年实现营业收入 56.09 亿元，同比增长 14.43%；实现利润总额 3.57 亿元，同比增长 19%；归属于上市公司股东净利润 2.65 亿元，同比增长 7.68%。

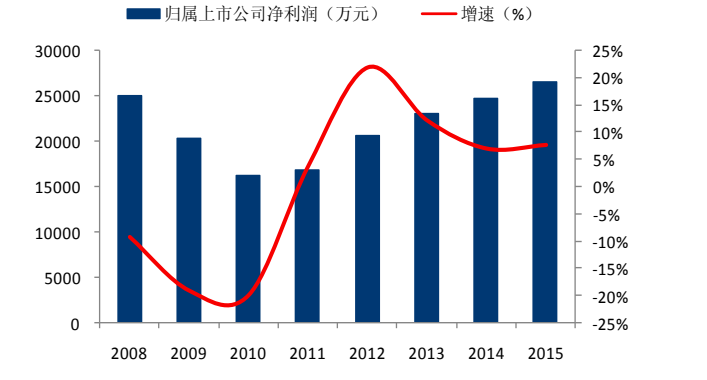
2015 年公司营业收入的主要来源还是军用产品，其中，航天军品收入比上年同期增长 16.07%，对主营业务收入的贡献率为 92.31%，民品收入比上年同期增长 4.95%，对主营业务收入的贡献率为 7.82%。因此，可以说公司的航天军品收入是支撑公司经营业绩的最主要因素。

图 2：公司营业收入及其同比（单位：万元、%）



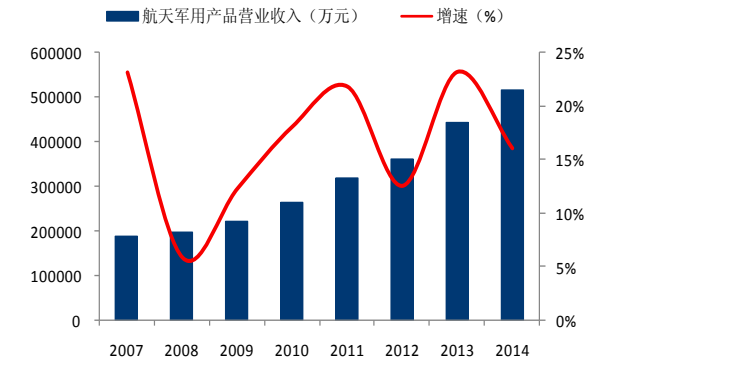
资料来源：公司年报 渤海证券研究所

图 3：公司归属上市公司净利润及其同比（单位：万元、%）



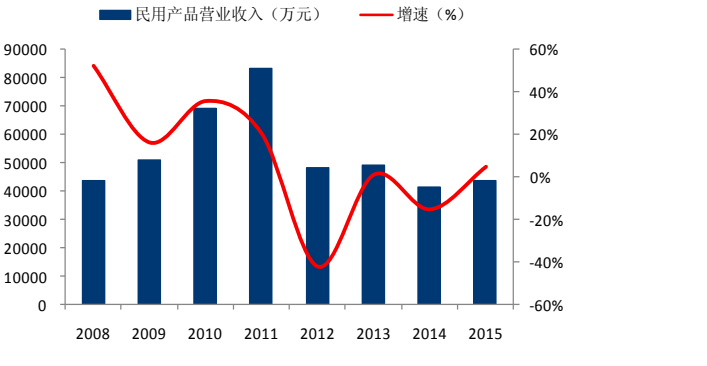
资料来源：公司年报 渤海证券研究所

图 4：公司军品营业收入及其同比（单位：万元、%）



资料来源：公司年报 渤海证券研究所

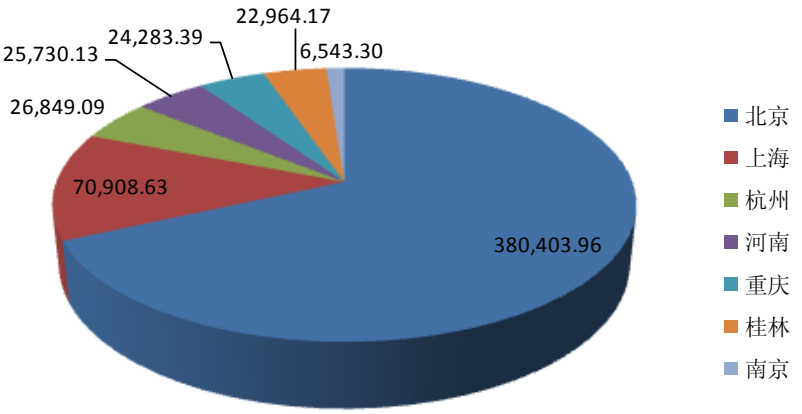
图 5：公司民品营业收入及其同比（单位：万元、%）



资料来源：公司年报 渤海证券研究所

从公司的业务地域上看，北京地区仍旧是公司业务的重要发展地区，2015 年营业收入达到 38.04 亿元，占公司全部营业收入的比重达到 68.21%。

图 6：公司 2015 年各地区营业收入（单位：万元）



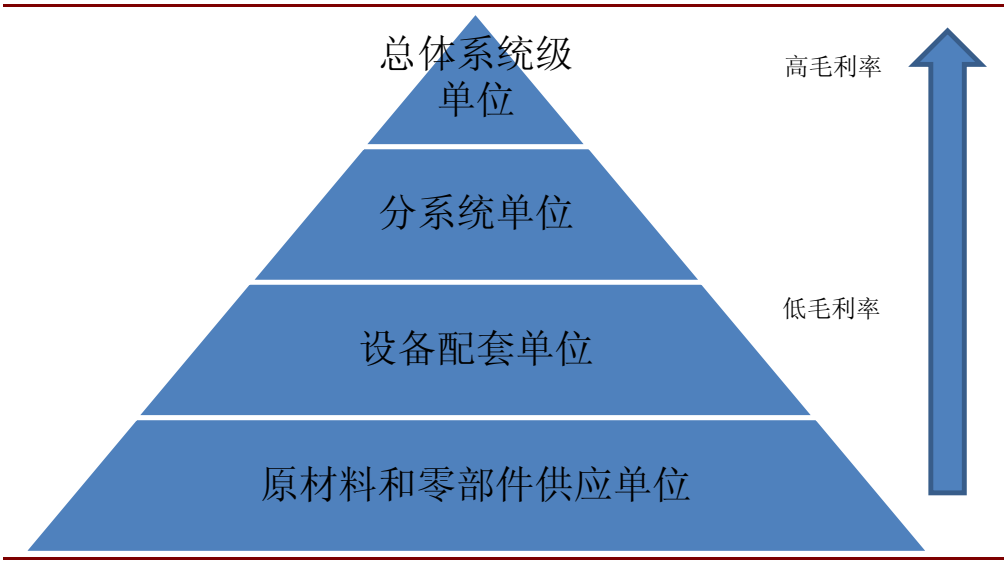
资料来源：公司年报 渤海证券研究所

整体上看，公司 2015 年顺利的完成了之前制定的战略目标，不但很好的配合国家完成了各项空间科研任务，同时也使得公司的盈利水平得到了稳步的增长。

1.4 从单一设备配套产品向系统级产品拓展

从我国军工行业的产业链来看，上中下游基本上可以划分为总体系统级单位、分系统单位、设备配套单位和原材料、零部件供应单位。其中，总体系统级单位承担了型号的整体设计和研发，具有较高的附加值，因此军工行业中总体系统级单位的毛利水平也是最高的；而处于产业链下游的设备配套单位以及零部件供应单位则享受不了较高的毛利。

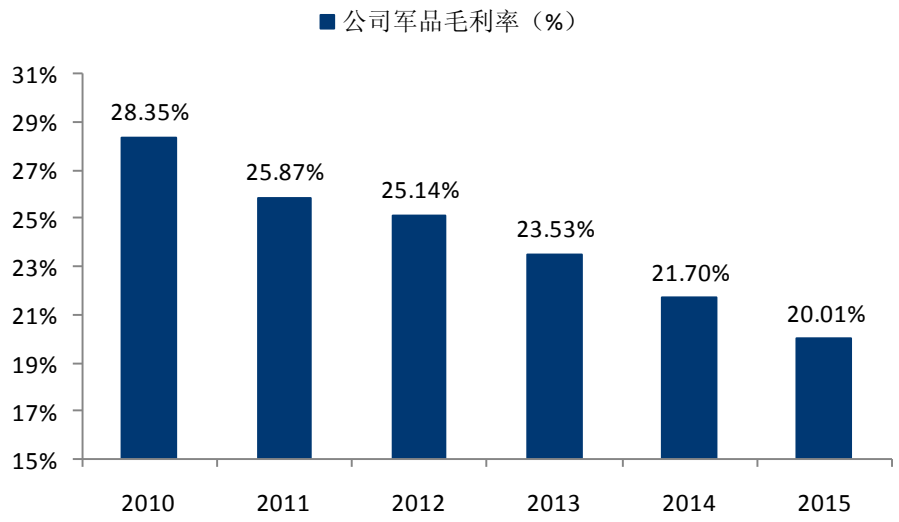
图 7：军工行业产业链划分



资料来源：渤海证券研究所

公司为我国运载火箭、飞船和卫星等航天领域产品提供配套产品，在整个军工产业价值链中处于较低的位置，这也导致公司产品的整体毛利水平较低。尤其是近几年来，公司的毛利水平从之前的 30%左右，下滑至 2015 年的 20.01%。

图 8：公司军品毛利率（单位：%）



资料来源：公司年报 渤海证券研究所

正因为此，公司也积极培育新的利润增长点，经过近些年的积累，公司自主研发的近程无人机产品在该领域具有较强的竞争优势；同时，公司所生产的小型集成化飞行控制系统是航天积极集团唯一总体单位，未来有望成为公司新的利润增长点。

2.军用无人机产品成公司未来业绩增长亮点

2.1 军用无人机的分类

无人机，又称“无人驾驶飞机”（UAV），是利用无线电遥控设备和自备的程序控制装置操作的不载人飞机。从技术角度可以分为：无人固定翼机、无人垂直起降机、无人直升机、无人多旋翼飞行器、无人伞翼机和无人飞艇等；按应用领域分类，则可分为民用无人机和军用无人机。

军用无人机按照用途又可分为：侦察无人机、诱饵无人机、电子对抗无人机、攻击无人机和战斗无人机等多种类型。

表 2：军用无人机的种类及其用途

种类	主要用途
侦察无人机	进行战略、战役和战术侦察，监视战场，为部队的作战行动提供情报。
诱饵无人机	诱使敌雷达等电子侦察设备开机，获取有关信息；模拟显示假目标，引诱敌防空兵器射击，吸引敌火力，掩护己方机群突防。
电子对抗无人机	对敌方飞机、指挥通信系统、地面雷达和各种电子设备实施侦察与干扰。
攻击无人机	攻击、拦截地面和空中目标。攻击无人机携带有小型和大威力的精确制导武器、激光武器或反辐射导弹，对敌雷达、通信指挥设备、坦克等重要目标实施攻击以及拦截处于助推段的战术导弹。
战斗无人机	既可用于对地攻击，又可用于空战，还可用于反战术导弹
其他用途无人机	无人机还可以用于目标鉴别、激光照射、远程数据传递的空中中继站、反潜、炮火校正和远方高空大气的测量以及对化学、细菌污染和核辐射的侦察等。

资料来源：渤海证券研究所根据公开资料整理

2.2 世界军用无人机的发展历程

世界上第一架无人机诞生在一战末期的 1917 年，皮特·库柏和埃尔默·A·斯佩里发明了第一台自动陀螺稳定器，该装置能使飞机保持平衡向前飞行。之后二三十年中，军用无人机主要作为靶机用于训练，而其核心的控制技术的发展则全部用在了导弹上。直到 20 世纪 50 年代，美国陆军才开始把照相机技术安装到无人机上，用于战场的侦查。其中，AN/USD-1 无人机共制造完成 1,445 架，1959 年至 1966 年间服役，该机可部署在美国陆军排一级单位，每个师通常部署 12 架。军用无人机第一次大规模应用于实战战场是在越南战争中，据统计，1964 至 1974 年间，共有总数达 1,016 架的“萤火虫”无人侦察机在中国、北越和朝鲜上空完成了多达 3,435 架次的空中侦察任务，军用无人机在战争中出色的完成了任务。不过由于“萤火虫”无人机无法实时传输战场目标的情况，到了 1982 年，为了研制一种性能超过 CL-289 的下一代无人侦察机，马可尼航空电子工程公司推出了“不死鸟”中程无人侦察机计划，该机最大使用高度近 2,500 米，作战半径 60 公里，具备实时战场侦察能力，但由于技术不过关以及性能上的缺陷，并未有实质性的突破，全球军用无人机研发遇到了一定的瓶颈。

到了 20 世纪 80 年代，军用无人机飞行控制技术开始向指令控制系统发展。1996 年 2 月，美国空军在巴尔干地区将“捕食者”无人机首次投入实战使用，同时在此前的 1995 年 7 月 29 日，美国空军组建了第一支无人机部队，并于 1997 年实现了全面装备“捕食者”无人机开始执行日常飞行任务。9.11 事件后，美国空军和 CIA 方面均加强了军用无人机的部署和使用。2002 年 3 月，美国空军成立了世界上第一个无人攻击机中队，该中队由 20 架“捕食者”无人机组成，每

架“捕食者”无人攻击机上都装备有数枚 AGM-114“地狱火”反坦克导弹。之后，美国又研制出了“全球鹰”无人机，这也是服役于美国空军的无人机拥有长时间飞行能力，是第一架能不经停直接飞越太平洋的无人机。

表 3：世界军用无人机的发展历程

年份	代表机型	基本情况
1917 年	斯佩里空中鱼雷号	一战期间，皮特·库柏和埃尔默·A·斯佩里发明了第一台自动陀螺稳定器，该装置能使飞机保持平衡向前飞行。
1935 年	DH.828 蜂王号	蜂王号的发明使无人机能回到起飞点，最高飞行高度 5182 米，最高航速每小时 161 公里。
1944 年	复仇者一号	二战期间，为攻击英伦列岛，纳粹德国设计制造了复仇者一号，也成为当代巡航导弹的先驱。
1955 年	瑞安火蜂号	由瑞安航空制造，为世界上首台喷气推动的无人机，主要用于美军的情报收集。
1986 年	先锋号 AQ-2A	先锋系列无人机为战术指挥官提供了特定目标以及战场的实时画面，执行了美国海军“侦察、监视并获取目标”等各项任务。
1994 年	MQ 捕食者号	通用原子公司在 1994 年制造了 MQ 捕食者无人机。升级版能将完全侦查用途的飞机改造成用于携带武器并攻击目标。
2004 年	AQ-7B 幻影 200	能定位并识别战术指挥中心 125 公里之外的目标，让指挥官的观察、指挥、行动都更敏捷。最高航速可达每小时 227 公里。
2010 年	全球鹰	服役于美国空军的无人机拥有长时间飞行能力，是第一架能不经停直接飞越太平洋的无人机。

资料来源：渤海证券研究所根据公开资料整理

图 9：RQ-4“全球鹰”无人侦察机

资料来源：互联网 渤海证券研究所

图 10：MQ-1 无人攻击机

资料来源：互联网 渤海证券研究所

到目前为止，美国大约有 1 万架左右各种型号的无人机，即有大约 0.5 公斤的“黄

蜂”无人机，也有巨大的“全球鹰”无人机，广泛应用于海外反恐和情报搜集等任务。从全球军用无人机的技术水平上看，美国、以色列、英国和法国等国家的军用无人机研制生产水平处于世界的先进行列，军用无人机的型谱基本完备并占有大部分国际市场份额；紧随其后的是以中国、俄罗斯、日本为代表的国家，具备一定的军用无人机自主研发能力，但性能指标与先进国家还有一定的差距。

2.3 我国军用无人机的发展状况

我国军用无人机的研究起步较早，从上世纪 50 年代末，中苏关系破裂后，我国就开始了军用无人机的研制。我国早期对于军用无人机的研制主要集中在靶机上面，1966 年 12 月，长空一号（CK-1）高速无人靶机首飞成功，标志着我国已经掌握了无人靶机的研制。

图 11：彩虹-4 无人机

资料来源：互联网 渤海证券研究所

图 12：BZK-005 无人机

资料来源：互联网 渤海证券研究所

在随后的几十年中，我国先后研制出长虹高空高速无人侦察机、T-6 通用型无人机、Z-5 系列无人机和 ASN 系列无人机等，有些机型开始批量生产并列装部队。进入到 21 世纪后，我国军用无人机开始爆发式发展，尤其是彩虹-3（CH-3）无人机和 ASN-229A 型无人机的研制成功，标志着我国军用无人机已经达到了同类无人机的国际先进水平。

表 4：我国主要军用无人机机型及其性能特点

型号	研制单位	首飞时间	机长	翼展	机高	空重	发动机	最大起飞重量	最大航程	飞行速度	气动布局
靶-6 无人驾驶靶机	北航无人机所	1969 年 9 月	10.87 米	2.65 米	2.47 米	662 千克	CF-03B 冲压式喷气发动机*1	1585 千克		超音速	后掠翼
ASN-105	西北工大爱生	1982 年 10 月	3.3 米	4.3 米	0.9 米		四缸二行程气冷活塞式	140 千克	300 千米	亚音速/170 千米/小时	平直翼

	公司						发动机*1				
ASN-206	西北工大爱生公司	1996 年	3.8 米	6 米	1.4 米	1060 千克	水平对置气冷 4 缸 2 冲程 51 马力的 HS700 型活塞发动机*1	222 千克	150 千米	亚音速/210 千米/小时	平直翼
长虹-1	北航无人机所	1972 年 11 月 28 日（1980 年服役）	8.97 米	9.76 米	2.18 米	1060 千克	涡喷-11 小型涡喷发动机*1	1700 千克	2500 千米	亚音速/800 千米/小时	平直翼
长空-1	南航无人机所	1966 年 12 月 6 日（1976 年服役）	8.44 米	7.5 米	2.955 米	1230 千克	WP-6 涡喷发动机*1	2500 千克	900 千米	亚音速/920 千米/小时	平直翼
天翅/天翼 3	中航工业成飞		8.9 米	3.44 米	3.5 米		涡扇 11*1	2350 千克		亚音速	平直翼
BZK-005（中国全球鹰）	中航哈飞和北航	2006 年珠海航展亮相					螺旋桨推进式*1	1250 千克		亚音速	后掠翼
翼龙	中航成飞	2007 年 10 月	9.34 米	14 米	2.77 米		1× 活塞发动机，100 马力（74.6 千瓦）	1200 千克	4000 千米	亚音速/280 千米/小时	平直翼
绝影-8	中航直升机所						双发			亚音速/450 千米/小时	单旋翼
利剑	沈飞研制，洪都制造	2013 年 11 月 21 日					单发			亚音速	飞翼
运-8E							四发			亚音速	平直翼
鹞鹰	中航	2013 年 3 月 24 日	7.5 米	14.4 米	2.77 米	1010 千克	Rotax914F*1	1250 千克	4800 千米	亚音速/150 千米/小时	平直翼
U8E 无人直升机			3.7 米	3.86 米	1.47 米	4 千克	单发	220 千克	150 千米	亚音速/150 千米/小时	单旋翼
锐鸢	中科院		5.7 米	7.6 米	1.8 米	450 千克	单发		600 千米	亚音速/180 千米/小时	平直翼
ASN-1 轻型	西安 ASN 技术集团		1.8 米	3 米			一个小型单缸活塞式引擎 双叶片螺旋桨			亚音速/90 千米/小时	单旋翼

资料来源：渤海证券研究所根据公开资料整理

尽管我国目前已经拥有了“翼龙”、“彩虹 4 号”等较为先进的无人机机型，但我国军用无人机整体的研制水平、创新能力还并不强，特别是现有无人机的载重都

不大，平台技术难以满足高隐身、高机动能力的要求，另外，在气动力、发动机、轻质结构和高精度导航等方面还比较薄弱。不过随着国家对军用无人机的重视，以及未来列装的需求，我国军用无人机将得到长足的发展，也为军用无人机的生产厂家提供了较好的发展机会。

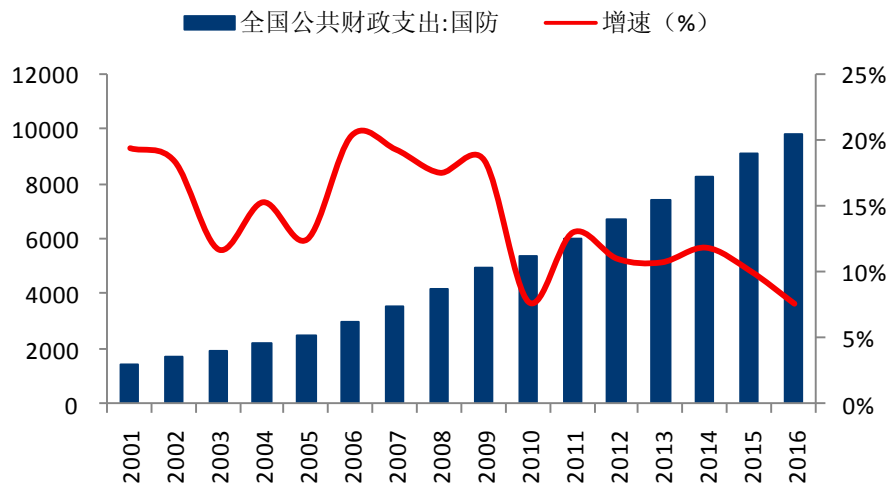
目前我国军用无人机的研制生产单位主要集中在几大军工集团以及高等院校内，其中，军工集团中以中航工业（611 所、602 所、贵航等）、航天科技（九院、十一院）和航天科工（三院海鹰）为代表，高等院校则以北京航空航天大学无人机所、西北工业大学爱生公司和南京航空航天大学无人机所为代表。

2.4 军用无人机市场空间广阔，公司系统级产品优势明显

无人机在军事应用中，具有可执行危险任务、隐蔽性强、反应灵活、可长时间续航以及相对成本较低等特点，由此有受到了世界各国，尤其是世界主要军事大国的青睐。美国更是根据对军用无人机的需求，制定了长期的发展战略——《无人机系统路线图》。进入到 21 世纪 之后，美国加大了对军用无人机的投入，根据美国国防部最新一次的军用无人机路线图预算来看，2015 年美国军用无人机预算达到了 50 亿美元，占当年美国军费预算的 0.8%左右。据简氏预测，未来十年世界军用无人机总需求将达到 800 多亿美元，年均复合增长率达到 5.5%以上。

而我国军工无人机的发展较世界发达国家仍旧有较大的差距，据估算，我国军用无人机市场目前大约为 40 多亿元，占军费开支的比重仅有 0.4%，无论是绝对数量还是占军费开支的比例，较美国等发达国家都有较大的差距。我们保守估计，到 2020 年我国军费开支总额或将达到 1.4 万亿左右，即使按照当前军用无人机占军费开支的 0.45%计算，到 2020 年我国军用无人机的市场将达到 63 亿元；乐观估计，我国军用无人机占国防开支的比重将达到 0.6%-0.7%，对应的军用无人机市场规模将达到 84-98 亿元。由此可见，军用无人机未来 5 年的市场空间巨大，未来五年也将是我国军用无人机飞速发展的五年。

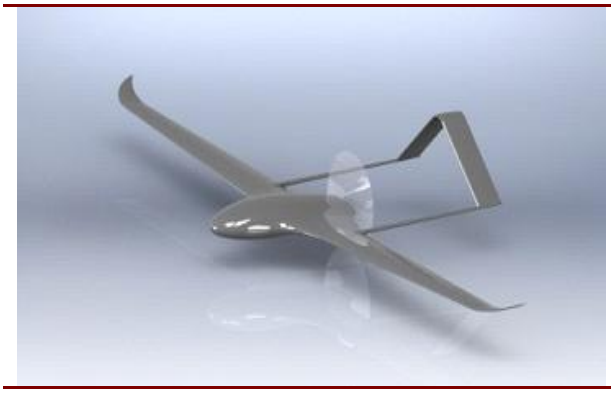
图 13：我国军费开支及其同比（亿元、%）



资料来源：Wind 渤海证券研究所

公司无人机产业化项目是公司 2007 年再融资募集资金投资的项目，经过近十年的创新发展，公司掌握了近程无人机核心领域的大批核心技术并形成领先优势，公司所生产的“彩虹”系列无人机产品与十一院的远程无人机在型号上形成了互补，同时公司的无人机产品能够满足军警用领域的空中侦察监视、目标自动跟踪、目标立体探测、目标精确打击、现场图像采集、情报处理和信息共享等多种功能需求，具有广阔的市场前景，已经批量列装陆军、海军、空军、武警和公安等领域。

图 14：公司生产的无人机之一



资料来源：公司官网 渤海证券研究所

图 15：公司生产的无人机之二

资料来源：公司官网 渤海证券研究所

目前公司的无人机业务主要是在母公司，南京航天猎鹰飞行器技术有限公司只是生产无人机的壳体，公司的无人机业务暂时并没有成立单独的子公司进行运营。另外，公司所产无人机中的电子产品均为公司自产，所以公司的无人机产品毛利水平整体高于公司其他产品的毛利水平，这也或将是未来公司新的利润增长点。

2015 年公司无人机收入 4 亿多元，毛利水平也达到了 30%以上。我们预计今年公司无人机收入将大概率超过 5 亿元，未来 5 年收入或将达到 8-10 亿元，并且有可能将无人机业务独立至子公司平台进行单独运作。

3.内生性增长与资产证券化齐发力

3.1 资产注入速度加快，期待九院整体上市

2015 年 8 月，公司公告拟发行股票购买资产的方式，向中国航天时代电子公司等 9 家企业发行股份的方式购买其持有的资产，资产包括航天电工、陕西导航和北京兴华在内的 8 项资产。

表 5：拟收购资产的交易净额及预估值（单位：亿元）

交易标的	资产净额（亿元）	预估值（亿元）	预估增值率（%）
北京兴华经营性资产及负债	2.82	3.07	8.87%
陕西导航经营性资产及负债	4.26	4.37	2.58%
陕西苍松经营性资产及负债	3.53	3.71	5.10%
航天时代技改资产	1.88	1.72	-8.51%
时代光电 58.73%股权	2.16	2.2	1.85%
航天电工 100%股权	9.57	12.87	34.48%
时代惯性 76.26%股权	0.5	0.52	4%
时代激光 50%股权	1.27	1.29	1.57%
合计	**25.99**	**29.75**	**14.47%**

资料来源：公司公告 渤海证券研究所

公司拟发行股份的价格为 16.47 元/股，交易金额为 30.14 亿元。在本次交易前，公司的主营业务主要为测控通信、惯性导航、集成电路和机电组件等四个领域；公司通过本次资产的注入，一方面扩充了原有的惯性导航业务，另一方面也增加了电线电缆业务。公司此次拟注入的资产大约能够为公司增厚营业收入 46 亿元所有，净利润增厚近 2 亿元，这将在未来进一步增加公司的盈利能力。

与此同时，公司还拟以 16.47 元/股的底价，募集配套资金不超过 29 亿元，用于智能防务装备系统科研及产业化能力建设项目等四个项目，并补充公司流动资金。

表 6：本次募集资金主要用途（单位：万元）

序号	项目名称	拟使用募集资金
1	智能防务装备系统科研及产业化能力建设项目	40,000
2	新一代测控通信及宇航电子元器件科研及能力建设项目	60,500
3	高端智能惯性导航产品产业化建设项目	58,000

4	特种电缆科研生产能力提升项目	30,000
5	补充上市公司流动资金	101,500
	合计	**290,000**

资料来源：公司公告 渤海证券研究所

通过本次交易，公司业务范围也将在现有业务的基础上增加航天精密惯性仪表专业制造、液浮惯性器件制造、光纤陀螺及光纤传感系统制造、电线电缆产品制造、位置姿态测量系统解决方案服务等，在航天惯性导航装备制造领域产品范围进一步丰富，同时也实现了军民市场资源优势互补，公司的盈利能力也将得到有效的提升。我们预计公司的此次定增或将在下半年完成，年底前有望实现并表。

公司作为航天科技九院的上市平台公司，在军工资产证券化方面走在了航天科技集团的前列。在完成此次资产注入后，航天科工九院的绝大部分企业资产已经进入到上市公司体内，而剩余的大约三分之一资产在航天科技九院旗下的事业制研究所中。

航天科技九院即中国航天电子技术研究院，是在中国航天时代电子公司的基础上与 2009 年 2 月组建而成，是航天科技集团旗下的航天电子专业大型科研生产联合体。航天科技九院旗下拥有 13 所、16 所、771 所、772 所和 704 所，这些研究所资产目前仍在上市公司体外，且为事业制单位编制。

十二五以来，在军民融合战略的指引下，我国的军工企业改革取得了较大的成绩，尤其是在市场化运作、军工资产证券化方面取得了一定的突破。在深化改革的大背景之下，我们预计十三五期间，我国事业制单位的顶层设计或将出台，这将为军工企业的科研院所改制提供指引。因此，我们预计未来在条件成熟的情况下，航天科技九院旗下的研究所资产也将进入到上市公司平台上来，最终完成航天科技九院的整体上市。

3.2 十三五太空发射任务密集，拉动对公司产品的需求

十三五期间，我国预计发射长征火箭 110 次，年均增长率将达到 51%，这一数量远远高于十二五期间 86 次的发射次数，年均发射次数达到 20 次，比十二五年均发射密度提高整整一倍。

今年作为十三五的开局之年，航天一院将开启 15 枚箭研制生产任务，有望再创我国航天研制生产历史新高。更值得期待的是，目前我国在役的主力火箭：长征二号丙、长征二号丁、长征二号 F、长征三号甲系列、长征四号乙、长征四号丙以及新一代运载火箭中的长征五号、长征七号、长征十一号将在 2016 年迎来集

体亮相。其发射任务领域将覆盖各类应用卫星以及载人航天、北斗导航等国家重大专项工程。此外，长征五号和长征七号的首发也将在今年完成，再加上天宫二号和神舟十一号升空，今年航天任务超级密集。

图 16：长征三号乙运载火箭

资料来源：互联网 渤海证券研究所

图 17：长征五号运载火箭

资料来源：互联网 渤海证券研究所

随着航天发射任务的增多，作为航天测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航等产品的配套生产商，公司也将得到前所未有的发展。我们预计公司航天配套产品未来五年年均复合增长率或将达到 20%。

4.整体估值偏低，长期看好公司未来发展

2015 年公司业绩继续平稳增长，无人机和智能炸弹两个系统级产品也取得了一定的进展，未来有望成为公司新的利润增长点；同时，公司通过定增发行股份的方式并入航天科技九院的企业资产，也将进一步增厚公司的盈利能力。此外，事业制的军工科研院所改制也或将在十三五期间有所突破，公司作为航天科技九院唯一的上市公司平台，有望率先实施。

从估值角度来看，纵向看，公司目前的估值水平已经处于历史的较低位置；从横向角度看，公司的估值水平也低于军工行业的整体估值水平，具有较高的安全边际。

表 7：主要军工上市公司估值水平

集团公司	代码	公司名称	PE	总市值
中航发	000738.SZ	中航动控	138	28,377,560,985
	600391.SH	成发科技	282	11,643,662,774
	600893.SH	中航动力	66	64,658,488,125
中航工业集团	002013.SZ	中航机电	35	18,775,585,592
	300114.SZ	中航电测	94	9,546,689,672
	600760.SH	中航黑豹	(14)	3,011,329,605

	600973.SH	宝胜股份	36	6,546,223,066
	002179.SZ	中航光电	38	24,703,110,244
	600372.SH	中航电子	67	31,383,466,814
	000768.SZ	中航飞机	87	46,790,101,700
	600316.SH	洪都航空	247	12,614,044,266
	600523.SH	贵航股份	28	4,551,390,288
	002190.SZ	成飞集成	136	12,267,995,096
	002163.SZ	中航三鑫	(27)	5,319,501,000
	600765.SH	中航重机	(37)	10,619,743,680
	600038.SH	中直股份	51	22,170,219,289
	600862.SH	南通科技	111	19,781,297,319
	000043.SZ	中航地产	16	4,888,827,179
	600705.SH	中航资本	20	49,145,383,569
航天科工	000547.SZ	航天发展	118	21,959,099,858
	000901.SZ	航天科技	189	11,469,242,392
	002025.SZ	航天电器	36	8,773,050,000
	600271.SH	航天信息	26	41,423,919,904
	600501.SH	航天晨光	(1171)	7,081,777,316
	600677.SH	航天通信	181	8,870,458,900
	600855.SH	航天长峰	297	9,235,545,286
航天科技	002405.SZ	四维图新	168	22,237,895,338
	600118.SH	中国卫星	97	36,633,513,402
	600135.SH	乐凯胶片	112	5,620,985,446
	600151.SH	航天机电	43	13,114,387,120
	600343.SH	航天动力	260	13,076,848,071
	600879.SH	航天电子	52	13,971,377,777

资料来源：Wind 渤海证券研究所

在不考虑资产注入的情况下，我们预计公司 2016 年将实现 65 亿元左右的收入，预计公司 2016-18 年将实现 EPS 分别为：0.38、0.44 和 0.51 元/股，给予公司“买入”的投资评级。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明： 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君
渤海证券研究所高级销售经理
座机：86-22-28451995
手机：13502040941
邮箱：zhuyanjun@bhzq.com

渤海证券研究所

天津
天津市南开区宾水西道 8 号
邮政编码：300381
电话：（022）28451888
传真：（022）28451615

北京
北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层
邮政编码：100037
电话：（010）68784253
传真：（010）68784236

渤海证券研究所网址： www.ewww.com.cn