

投资评级 **买入** 维持

## 披露重组预案，整合体内外电机资产

### 股票数据

6个月内目标价(元)	28.40
16年09月09日收盘价(元, 停牌)	25.20
52周股价波动(元)	20.06-26.46
总股本/流通A股(百万股)	429/429
总市值/流通市值(百万元)	10811/10808

### 主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	41.4	35.7	31.5
市净率	5.0	4.4	3.8
市销率	4.79	3.98	3.46
EV/EBITDA	25.3	22.3	19.2
分红率(%)	—	—	—

### 相关研究

《业绩符合预期，重大资产重组进行时》  
2017.04.11

《业绩符合预期，航天连接器龙头仍处价值洼地》  
2016.10.21

《业绩稳健增长，连接器龙头价值仍被低估》  
2016.08.23

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.0	0.0	0.0
相对涨幅(%)	-1.0	0.3	-0.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:徐志国

Tel:(010)50949921

Email:xzg9608@htsec.com

证书:S0850514060004

分析师:刘磊

Tel:(010)50949922

Email:ll11322@htsec.com

证书:S0850516110001

分析师:蒋俊

Tel:(021)23154170

Email:jj11200@htsec.com

证书:S0850517010002

联系人:张恒晖

Tel:(010)68067998

Email:zhx10170@hstec.com

### 投资要点:

- 收购航天科工体系内和外部的电机类资产，完善公司电机领域的产业布局。** 航天电器拟收购林泉电机军品电机业务相关的经营性资产，以解决公司军品电机业务环节存在的关联交易问题；收购航天电机100%股权及斯马尔特51%股权，将航天科工内部民品电机业务注入上市公司，实现航天科工电机业务板块的整体上市。同时，航天电器拟收购与公司原电机业务存在互补性的民营企业运控电子，有利于快速打造低成本、高水平的民品生产能力，提升公司民用产业竞争力和业务规模，培育新的业绩增长点。航天电机、斯马尔特和运控电子均以微特电机研制与销售为主业，其中航天电机主要产品为永磁直流电机、直流无刷电机及控制器和交流同步伺服电机等，斯马尔特主要产品为步进电机和同步电机，运控电子主要产品为HB步进电机等。
- 标的资产原股东做出业绩承诺。** 林泉电机和深圳科工承诺，标的公司航天电机2016年至2019年扣非归母净利润分别不低于570.00万元、641.00万元、771.00万元和891.00万元，累计实现净利润不低于2873.00万元；林泉电机承诺标的公司斯马尔特同期扣非归母净利润分别为1030.00万元、971.00万元、1035.00万元和1069.00万元，累计实现净利润不低于4105.00万元；许国大等承诺标的公司运控电子同期扣非归母净利润分别为2000.00万元、2700.00万元、3300.00万元和3650.00万元，累计实现净利润不低于11650.00万元。
- 航天电器是贵州航天唯一的控股上市公司，未来贵州航天资产证券化进展值得期待。** 贵州航天工业有限责任公司（简称贵州航天）旗下拥有18个企业和7个事业单位，涉及机械、电子、电器、化工、冶金等多个行业，在电源、微特电机、伺服机构、惯性器件、继电器、电连接器、特种方舱等领域具有较强优势。截至2016年贵州航天总资产为182.52亿元，净资产为95.47亿元；2016年实现营业收入120.50亿元，归母净利润为6.10亿元。四项财务指标分别是同期航天电器的4.9倍、3.7倍、5.3倍和2.3倍。航天电器是航天科工集团下属专精于工业基础元器件的资本运作平台，我们看好未来贵州航天资产证券化前景。
- 盈利预测与投资建议。** 由于航天电器本次重大资产重组尚处于预案阶段，我们暂不考虑其对公司经营业绩和股本摊薄的影响，预计公司2017年至2019年EPS分别为0.71、0.80和0.87元/股。结合可比公司估值水平，我们给予公司2017年40倍PE估值，对应目标价为28.40元，维持“买入”评级。
- 风险提示。** 资产重组尚处于预案阶段；军品业务受国防政策及军事装备采购计划影响较大；应收账款坏账风险。

### 主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1873.43	2256.40	2716.27	3122.48	3453.17
(+/-)YoY(%)	16.77%	20.44%	20.38%	14.95%	10.59%
净利润(百万元)	233.31	261.07	302.79	343.24	375.15
(+/-)YoY(%)	14.70%	11.90%	15.98%	13.36%	9.30%
全面摊薄EPS(元)	0.54	0.61	0.71	0.80	0.87
毛利率(%)	36.20%	35.54%	35.24%	35.09%	34.97%
净资产收益率(%)	11.89%	12.11%	12.30%	12.22%	11.75%

资料来源：公司年报（2015-2016），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

航天电器发布资产重组预案：拟向林泉航天电机有限公司（简称林泉电机）发行股份及支付现金购买其持有与军品电机业务相关的经营性资产；拟向林泉电机发行股份购买斯马尔特 51% 股权；拟向林泉电机和航天科工深圳（集团）有限公司（简称深圳科工）发行股份购买其持有的深圳市航天电机系统有限公司（简称航天电机）100% 股权；拟向自然人许国大等七名股东发行股份及支付现金购买其持有的常州市运控电子股份有限公司（简称运控电子）68% 股权。四项资产预估价值合计为 7.26 亿元，交易价格初步确定为 7.26 亿元。

本次发行股份购买资产发行价格初定为 20.88 元/股，以初步协商的标的资产交易价格计算，合计购买资产合计发行股票约 0.28 亿股。林泉电机和深圳科工在本次交易所获航天电器的股份锁定期为 36 个月；许国大等六名自然人及协控投资所获股份锁定期为 12 个月。

表 1 航天电器资产重组交易标的资产的交易价格、现金对价和发行股份数量

标的资产	交易对方	交易价格 (万元)	支付现金金额 (万元)	发行股份数量 (股)
林泉电机经营性资产	林泉电机	37452.17	3745.22	16143174
航天电机 100% 股权	林泉电机、深圳科工	10670.00	—	5110153
斯马尔特 51% 股权	林泉电机	4370.70	—	2093247
运控电子 68% 股权	许国大等六名自然人及协控投资	20060.00	10538.62	4560044
合计	—	72552.87	14283.84	27906618

资料来源：贵州航天电器股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案 2017.05.27，海通证券研究所

标的资产航天电机、斯马尔特和运控电子原股东做出业绩承诺：2016 年至 2019 年航天电机扣非归母净利润分别不低于 570.00 万元、641.00 万元、771.00 万元和 891.00 万元，累计实现净利润不低于 2873.00 万元；同期斯马尔特扣非归母净利润为 1030.00 万元、971.00 万元、1035.00 万元、1069.00 万元，累计实现净利润不低于 4105.00 万元；同期运控电子扣非归母净利润为 2000.00 万元、2700.00 万元、3300.00 万元和 3650.00 万元，累计实现净利润不低于 11650.00 万元。

表 2 航天电器资产重组部分标的资产业绩承诺 (单位：万元)

标的资产	2016	2017E	2018E	2019E
航天电机	570.00	641.00	771.00	891.00
斯马尔特	1030.00	971.00	1035.00	1069.00
运控电子	2000.00	2700.00	3300.00	3650.00

资料来源：贵州航天电器股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案 2017.05.27，海通证券研究所

同时，航天电器拟非公开发行股份募集配套资金，总额不超过 17783.84 万元，发行数量不超过 8580 万股。募集配套资金用于重组标的公司的现金支付及相关中介机构费用：其中支付林泉电机经营性资产现金对价为 3745.22 万元，支付运控电子的现金对价为 10538.62 万元，支付交易相关费用 3500.00 万元。

表 3 航天电器分业务盈利预测

	2016	2017E	2018E	2019E
<b>连接器</b>				
营业收入 (百万元)	1441.79	1730.15	1989.67	2188.64
营业收入增长率	19.75%	20%	15%	10%
毛利率	38.03%	38%	38%	38%
<b>电机</b>				
营业收入 (百万元)	517.57	641.79	770.14	885.67
营业收入增长率	23.08%	24%	20%	15%
毛利率	24.89%	25%	25%	25%
<b>继电器</b>				
营业收入 (百万元)	225.83	243.90	256.09	268.90
营业收入增长率	7.73%	8%	5%	5%
毛利率	44.63%	45%	45%	45%
<b>光通信器件</b>				
营业收入 (百万元)	61.83	74.20	81.62	89.78
营业收入增长率	—	20%	10%	10%
毛利率	27.66%	28%	28%	28%

资料来源: 航天电器 2016 年年报, 海通证券研究所

表 4 可比上市公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	2017 年 PE (倍)
000547.SZ	航天发展	9.95	142.25	37
000561.SZ	烽火电子	9.40	56.01	46
600990.SH	四创电子	59.21	94.25	41
603678.SH	火炬电子	25.90	117.24	41
600372.SH	中航电子	14.98	263.52	48
	平均值	—	—	42

资料来源: wind, 海通证券研究所 (备注: 按 2017 年 05 月 26 日收盘价计算, 2017 年 PE 估值取自 wind 一致预期)

## 信息披露

### 分析师声明

徐志国 军工行业  
刘磊 军工行业  
蒋俊 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中国卫星,钢构工程,大立科技,北方创业,全信股份,宏大爆破,航天机电,中航光电,四创电子,达刚路机,航新科技,中航动力,江南红箭,光电股份,鼎立股份,尤洛卡,高德红外,晨曦航空,中航电测,久之洋,通光线缆,亿利达,鹏起科技,康拓红外,航天晨光,银河电子,航天电器,中航飞机,航天长峰,卫士通

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	股票投资评级	买入 个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;	
	中性 个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间;	
	减持 个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间;	
	卖出 个股相对大盘涨幅低于 -15%。	
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;	
	减持 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。