

中航光电系列报告之二：从国际连接器巨头安费诺的发展看中航光电

2018年07月10日

强烈推荐/维持

中航光电

事件点评

——中航光电（002179）事件点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn 010-66554142	
王习	分析师	执业证书编号：S1480518010001
	Wangxi@dxzq.net.cn 010-66554034	
张高艳	研究助理	执业证书编号：S1480116080036
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn 021-25102859	
张卓琦	研究助理	执业证书编号：S1480117080010
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018	

事件：

中航光电一直是我们团队重点推荐并紧密跟踪的主流品种，公司今年以来相对收益非常明显，我们预测公司2018年至2020年EPS分别为1.36元、1.82元、2.45元，对应当前股价PE分别为30倍、22倍和16倍，2020年目标市值580亿。

纵观目前的几大国际连接器巨头，我们认为从业务结构、成长路径和业绩持续扩张等方面综合评判，安费诺是最适合公司对标的国际巨头，本篇报告试图从安费诺发展的成功基因去看中航光电的未来发展。

观点：

一、连接器行业概况：

全球连接器市场规模持续增长，2017年已超过600亿美元。连接器作为电子电路中连接的桥梁，广泛应用于包括数据通信、电脑及周边、消费电子、汽车、工业、医疗、航空航天及军事等不同领域。根据Bishop & Associates数据显示，连接器的全球市场规模已由2009年的343.90亿美元增长至2017年的601.16亿美元，年复合增长率7.2%。

从区域分布来看，中国已经成为全球最大的连接器市场。全球连接器市场主要分布在北美、欧洲、日本、中国、亚太（不含日本和中国）五大区域，这五大区域占据了全球连接器市场约95%市场份额。2017年我国的连接器市场份额扩张至26.13%，已成为全球最大的连接器市场。

我国连接器市场整体增速远高于全球行业水平，未来仍有巨大发展潜力。中国连接器市场规模从2009年的67.67亿美元迅速增长到2017年的190.82亿美元，年复合增长率高达13.8%，远高于全球行业增速。虽然我国连接器行业起步较晚，连接器市场集中度较低，行业技术水平与先进国家技术水平相比仍有一定差距，但我国连接器行业空间广阔，发展潜力巨大，未来有非常大的提升空间。

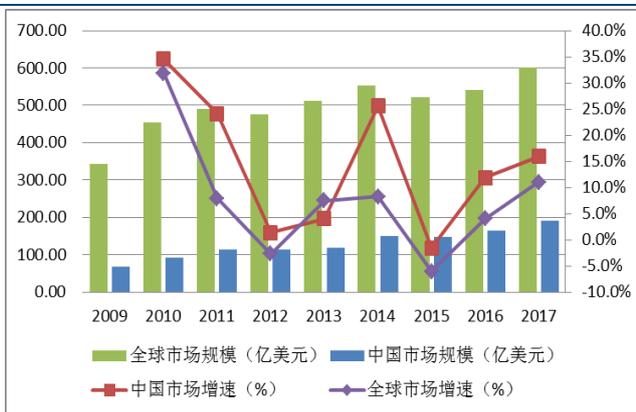
从下游应用领域来看，对连接器需求最大的应用领域主要有：汽车（22.2%）、电信与数据通信（20.4%）、

计算机与周边产品 (16.3%)、工业 (11.9%)、军事航空 (6.1%)、运输 (6.0%)，这六大领域占到连接器总市场需求的 80% 以上。

从行业竞争格局来看，全球连接器市场份额相对集中，国内市场集中度也在不断提升。由于下游应用领域随着科技进步不断推升对配套电子元器件的要求，具备较强研发实力的大型企业更容易获得连接器市场的竞争优势，世界前十大连接器企业的市场份额已经从上世纪 80 年代的 38% 提升至 2017 年的 61.0% 左右，其中前三名 (TE Connectivity、安费诺、莫仕) 就占了三成以上。国内市场集中度也在不断提升，Top5 (立讯精密、中航光电、得润电子、航天电器、永贵电器) 的市场份额已经从 2010 年的 6.8% 提升至 2015 年的 18.8%，但仍然远低于全球前三巨头的 33.9%，未来仍有很大的提升空间。

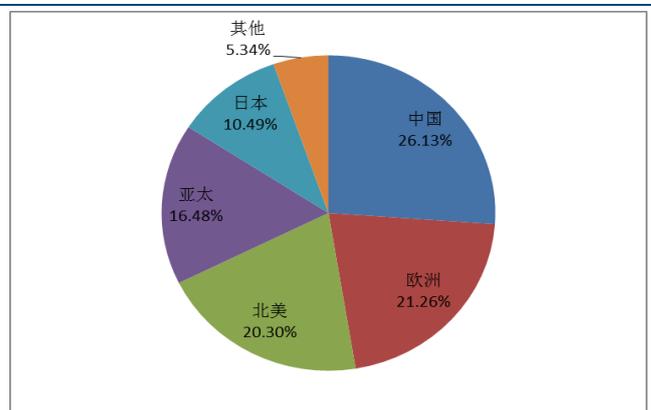
目前，全球前三大连接器厂商分别是泰科电子、安费诺和莫仕，2016 年合计占据全球连接器市场 34.7% 的份额。这三大厂商逐步发展壮大过程是对连接器产业发展的最佳诠释，其中从业务结构、成长路径和业绩持续扩张等方面综合评判，安费诺是最适合中航光电对标的国际巨头，我们试图从安费诺发展的成功基因去看中航光电的未来发展。

图 1: 2009-2017 全球和中国连接器市场规模及增速 (%)



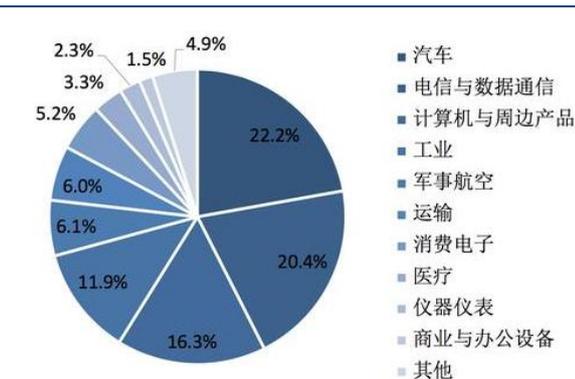
资料来源: Bishop & Associates, 东兴证券研究所

图 2: 2017 全球连接器份额分布



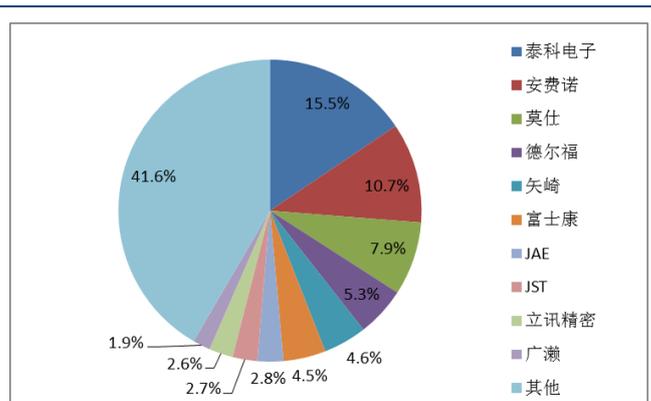
资料来源: Bishop & Associates, 东兴证券研究所

图 3: 全球连接器下游应用领域分布



资料来源: Bishop & Associates, 东兴证券研究所

图 4: 2016 全球连接器市场份额分布



资料来源: Bishop & Associates, 东兴证券研究所

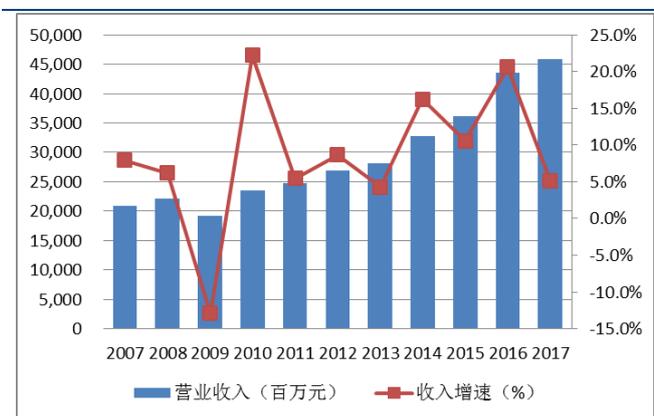
二、安费诺的成长路径探析:

安费诺简介: 美国安费诺集团 (Amphenol Corporation) 成立于1932年, 总部位于美国康涅狄格州, 历经80多年的发展已经成为全球最大的连接器制造商之一, 2017年销售额超过70亿美元。安费诺主要为各行业提供连接解决方案并提供互联产品, 主要业务领域覆盖航空、军用、汽车、铁路及其他交通和通用工业领域等。安费诺集团在全球实施本地化战略, 共设立90多间工厂和100多个销售办事处, 全球员工总数超3万人。

安费诺过去10年营收/净利润规模扩张120%/ 64.7%, 市值成长约5倍。

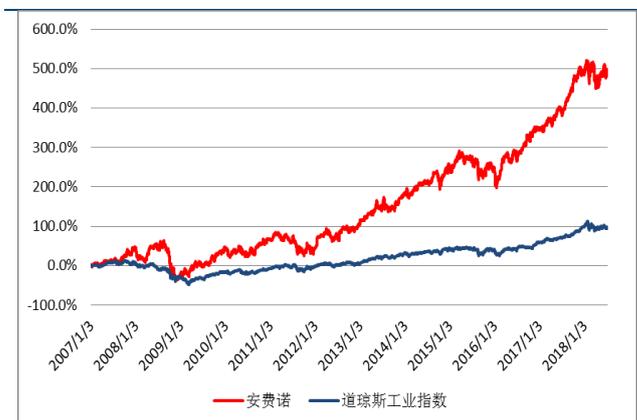
- ◆ **从公司经营规模来看,** 过去10年除2009年受金融危机影响行业整体性下滑以外, 安费诺的营业收入和净利润均保持了相对平稳快速的增长, 根据wind数据, 安费诺2017年实现营业收入458亿元, 同比增长5.1%, 过去十年收入的年复合增长率8.7%也高于同期全球连接器市场的整体增速。
- ◆ **从公司市值扩张角度,** 过去10年安费诺实现市值增长约5倍, 大幅跑赢道琼斯工业指数同期96.1%的涨幅, 如果不考虑09年受金融危机影响带来的整体行业下滑和市场下跌, 期间最高市值扩张倍数达6倍。

图 5: 2007-2017 安费诺营业收入及增速 (%)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 6: 2007 至今安费诺股价表现



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

深耕连接器领域, 连接器业务占比90%以上, 通过外延并购实现了对不同业务领域的快速拓展和业绩的持续扩张。 安费诺公司是手机连接器第一大厂, 最擅长精密接口连接, 如SIM卡连接器, SD卡连接、USB连接、HDMI连接、RF转换等。近年通过合并收购了全球很多顶尖的连接器的厂家, 产品拓展覆盖了军工、航空、航天、通信等方面。从2003年到现在, 安费诺每年都会至少完成一次收购, 2003-2017年期间, 并购所用资金总额占公司所配置现金总额的50%以上, 并购大多数是为了横向拓展连接器业务领域, 使得连接器业务快速提升, 这也是其营业收入保持高增长的主要原因。

其中, 2005年安费诺一举收购了泰瑞达 (Teradyne), 使其在高速通信连接器市场的竞争力进一步提升; 2015年安费诺斥资12.75亿美元收购了新加坡FCI富加宜连接器, 加码布局通信和工业领域。通过并购整合, 安费诺已成为全球排名第三的连接器的巨头, 2016年通过对FCI的全年并表, 营业收入更是实现了20.6%的快速扩张。

表 1: 安费诺在连接器领域的外延并购统计

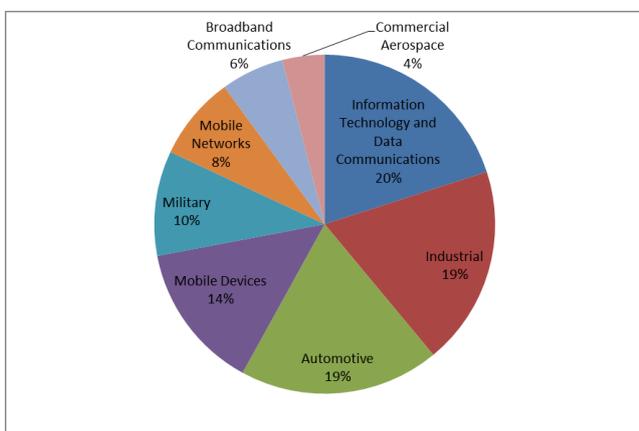
年份	收购标的	收购标的主要业务及应用领域	收购标的年营业收入 (亿美元)
2003	PCD/Industrial Avionics Business	工业、航空	0.1
	Radsok Business of K&K Stamping	工业、通信、军事、航空	不详
2004	Filec SARL	汽车	0.4
	Teradyne Connection Systems	通信、无线、工业	3.8
2005	Parlex Corp.'s Multilayer Flexible	工业、军事	不详
	SV Microwave	军事、航空	0.2
	Fiber systems International (FSI)	工业、军事	不详
2007	Northwest China-based manufacturer of RF interconnect products	无线通信	不详
	Chinese manufacturer of precision interconnect products	通信	不详
	US-based provider of interconnect products	工业	0.35
2008	French manufacturer of value-add interconnect systems	军事、商业航空	0.28
	U.S. manufacturer of audio connectors	军事、航空	0.35
2009	International provider of high technology base station antennas	无线天线、网络设备	不详
	Times Microwave systems	工业	1.08
	Jaybeam Wireless	无线通信	0.5
2010	Borisch manufacturing Corp.	军事、航空	1
	Unnamed Taiwan & China based company	工业	0.25
2011	Times Microwave Systems	工业	1.08
	Cemm Thome	工业	不详
	FEP	汽车	不详
2012	Tel-Ad	汽车、工业、商业航空、通信	0.6
	Holland	宽带	0.6
	Griffith Enterprises LLC	商业航空	0.15
	Deutgen	汽车	0.25
2013	Nelson Dunn	工业	0.45
	Ionix Aerospace Ltd	商业航空	0.35
	Hangzhou Jet Interconnect Technology Co.	通信、家电、汽车	不详
2014	Casco	汽车	2.2
	Goldstar	工业	0.4
	Invotec	航天、军工	不详
2015	DoCharm	工业	不详
	Procom	汽车	不详
2016	FCI Asia Pte Ltd	通信、工业	6
2017	Telect 等	光纤互联产品	2.7

资料来源: 中电元协, 东兴证券研究所

业务应用领域多元化均衡发展, 穿越行业周期震荡。通过近年来一系列的外延并购, 安费诺的连接器的业务也实现了多元化均衡布局, 2017年安费诺的业务构成: 20%通信、19%工业、19%汽车、14%移动设备、10%军工、8%移动网络、6%宽带通信和4%商业航天。凭借相对均衡多元的下游业务布局, 安费诺自2010-2017年成功穿越了行业周期的震荡(2012年和2015年全球连接器市场规模均有小幅下滑), 2010-2017年收入规模实现了年均增长率11.6%且始终保持了正向增长。

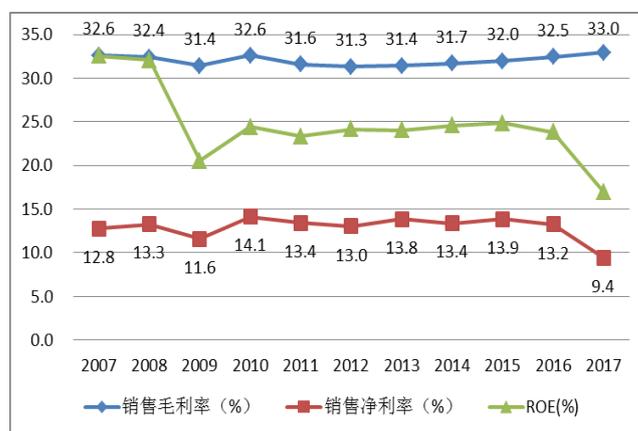
从盈利能力来看, 安费诺过去10年也始终保持了稳定高位水平。2007-2017年期间, 安费诺的综合销售毛利率水平始终维持在31%-33%之间, 近年来更是稳中有升趋近于33%; 综合净利率水平也始终维持在12%-13%之间, 盈利能力远高于行业整体和平均水平。

图 7: 2017 年安费诺营业收入的下游领域构成



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 8: 2007-2017 安费诺毛利率、净利率及 ROE 水平



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

中航光电本身基因优秀, 有望完美复制全球连接器巨头安费诺的发展路径。我们在上一篇报告中已经对中航光电的核心五点逻辑进行了总结, 无论从历史业绩表现、业务布局、长期稳定的盈利能力, 还是从专注连接器业务的特征以及外延并购发展壮大的历程均有许多相似之处。目前, 中航光电所表现出来的优质基因, 也为其未来复制安费诺的发展路径提供了极大的可能性。

- ◆ **长期盈利为正, 且稳定高速增长:** A股上市公司中, 能够保持连续5年营收和净利润正向增长的企业已不多, 而中航光电自上市以来(2007年上市连续11年)每年营收和净利润都保持正向增长, 且营收和净利润10年加权平均增长率分别为26.34%和24.43%, 无论是连续正向增长的年数还是营收和净利润增速的绝对值都令人叹为观止。长期ROE保持在较高水平, 且基本没有低于过10%: 公司自上市以来ROE(摊薄净资产收益率)均值为13.03%, 仅有一年低于10%(13年9.5%)
- ◆ **军工子行业全覆盖, 军品稳定性能够提供对冲属性。**中航光电的军用连接器覆盖航空、航天、舰船、兵器、电子等全部子行业, 稀缺性明显, 能够很大程度上抵御不同军工子行业订单波动的影响, 享受军品市场的稳定性。
- ◆ **聚焦主业, 专心做好一件事。**公司所有的业务都是基于连接器这个核心来进行横向和纵向的扩张, 并未

如部分公司那样发展双主业或新主业，专心做一件事让公司更了解产业未来方向，也更了解客户。

- ◆ **狼性的销售制度和研发制度促进产品不断迭代升级。**公司制度在军工企业里面独树一帜，虽然本身为国企，但是机制更类似于民营企业，而管理模式更类似于外企。公司制度的比较优势主要体现在狼性的销售制度和研发制度。
- ◆ **军民合一卡位优势明显，民品大市场将提供可持续增长潜力。**公司自 09 年起，已经开始和国内的新能源整车厂商深度合作，并参与了新能源汽车的充电标准的起草，2013 年规模迅速扩展到超过 6 个亿；公司通讯业务 2014 年达到高峰，随后业务保持平稳增长状态，2018 年通讯领域仍处于 4G 向 5G 的过渡前期，预计 2018 年增速较为平稳。

参照全球连接器巨头安费诺，未来公司有望在工业、宽带通信、信息技术等领域拓展应用行业及场景，同时外贸出口产品收入占比未来或将呈现显著上升态势。

此篇报告为中航光电系列报告之二，后续的报告我们将从国内连接器巨头和未来新的行业应用场景等角度深度剖析公司未来的发展路径。

风险提示：

行业竞争加剧；通信、新能源订单不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	6571	7826	9414	11488	14243	营业收入	5855	6362	7788	9586	11832		
货币资金	1404	1648	2148	2483	3065	营业成本	3879	4133	5059	6227	7687		
应收账款	2147	2918	3214	3955	4882	营业税金及附加	29	34	42	52	64		
其他应收款	31	39	48	59	72	营业费用	282	299	374	457	544		
预付款项	62	55	106	168	245	管理费用	780	856	1048	1198	1302		
存货	1278	1338	1652	2034	2510	财务费用	23	80	0	-11	17		
其他流动资产	19	37	69	110	161	资产减值损失	50.98	75.25	63.11	63.11	63.11		
非流动资产合计	1939	2204	2564	2765	2750	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	89	100	100	100	100	投资净收益	28.45	34.36	42.95	55.83	72.58		
固定资产	1392.92	1413.74	1789.92	1999.65	1784.37	营业利润	839	968	1245	1655	2228		
无形资产	224	205	308	300	293	营业外收入	54.71	13.77	29.90	32.79	25.49		
其他非流动资产	0	65	0	0	0	营业外支出	4.52	5.71	4.38	4.87	4.99		
资产总计	8510	10030	11978	14253	16993	利润总额	890	976	1270	1683	2249		
流动负债合计	3059	4280	4305	5375	6506	所得税	113	110	157	204	268		
短期借款	464	531	0	299	1110	净利润	776	866	1113	1479	1981		
应付账款	1358	1611	1941	2388	2317	少数股东损益	43	41	40	41	41		
预收款项	63	65	40	27	-1	归属母公司净利润	734	825	1074	1438	1940		
一年内到期的非流	38	500	500	500	500	EBITDA	1213	1390	1443	1890	2491		
非流动负债合计	839	322	278	259	231	EPS (元)	1.22	1.05	1.36	1.82	2.45		
长期借款	181	181	143	125	97	主要财务比率							
应付债券	500	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
负债合计	3898	4602	4583	5634	6737	成长能力							
少数股东权益	505	539	578	619	660	营业收入增长	23.91%	8.66%	22.42%	23.08%	23.44%		
实收资本(或股本)	603	791	791	791	791	营业利润增长	24.12%	15.35%	28.55%	32.98%	34.63%		
资本公积	981	973	1851	1851	1851	归属于母公司净利润	30.07%	33.96%	30.07%	33.96%	34.92%		
未分配利润	1857	2452	2323	2112	1853	获利能力							
归属母公司股东权	4107	4890	6799	7982	9578	毛利率(%)	33.75%	35.04%	35.04%	35.04%	35.04%		
负债和所有者权益	8510	10030	11978	14253	16993	净利率(%)	13.26%	13.62%	14.29%	15.43%	16.74%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.91%	8.62%	8.23%	8.96%	10.09%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	17.87%	16.88%	15.79%	18.02%	20.26%		
经营活动现金流	231	480	805	776	405	偿债能力							
净利润	776	866	1113	1479	1981	资产负债率(%)	46%	46%	38%	40%	40%		
折旧摊销	350.40	341.39	177.03	215.28	215.28	流动比率	2.152.1	1.831.	2.192.1	2.14	2.19		
财务费用	23	80	0	-11	17	速动比率	1.731.7	1.521.	1.801.8	1.76	1.80		
应付账款的变化	0	0	-296	-742	-927	营运能力							
预收账款的变化	0	0	-25	-14	-28	总资产周转率	0.73	0.69	0.71	0.73	0.76		
投资活动现金流	-241	-287	-574	-478	-245	应收账款周转率	3	3	3	3	3		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.64	4.29	4.39	4.43	5.03		
长期股权投资减少	0	0	6	0	0	每股指标(元)							
投资收益	28	34	43	56	73	每股收益(最新摊薄)	1.22	1.05	1.36	1.82	2.45		
筹资活动现金流	-7	62	269	37	421	每股净现金流(最新)	-0.03	0.32	0.63	0.42	0.74		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.82	6.18	8.60	10.09	12.11		
长期借款增加	0	0	-37	-19	-28	估值比率							
普通股增加	0	188	0	0	0	P/E	32.71	37.92	29.64	22.15	16.45		
资本公积增加	31	-8	878	0	0	P/B	5.85	6.46	4.64	3.96	3.30		
现金净增加额	-17	255	500	335	582	EV/EBITDA	19.64	22.40	20.84	15.88	12.13		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

张高艳

清华大学工学硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。