



# 专注军用光电传输与海水淡化装置，风劲正扬帆

## ——全信股份（300447）深度报告

2017年01月10日

强烈推荐/首次

全信股份

深度报告

### 报告摘要：

全信股份为国内领先的军用光电线缆及组件供应商，航空宇航电子领域销售占比近 90%，公司氟塑料线缆、线缆组件等龙头产品毛利率 50%以上，上市以来营收增速超 40%；2016 年，公司拟收购常康环保，进军军用舰艇、海岛等反渗透海水淡化市场，综合发展在海空军多领域配套能力。

#### ◆ 航空航天新型装备放量，线缆国产化替代加速

“十三五”每年卫星及运载火箭用高性能传输线市场约 5 亿元；军用航空高性能传输线总需求超 6 万 km，总市场 12 亿元。航空航天、海军装备持续更新换代，军用特种线缆行业增速将超 20%，2020 年有望突破 20 亿元。全信股份研发费占比达 8%，是唯一覆盖全部军工领域线缆配套的上市公司，占据军用航空线缆 30%市场份额、卫星国产产品 60%和火箭配套市场 20%，受益行业地位和军品国产化替代，未来两年收入增速不低于 30%。

#### ◆ 军用海水淡化市场广阔，公司业绩爆发确定性高

反渗透海水淡化工艺能耗低、设备体积紧凑、安装周期短，是未来远洋舰艇和远海岛屿淡水供应的重要途径。到 2020 年，中国各类舰艇将超过 350 艘，未来四年海军海水淡化装置市场空间将超 3 亿元。借鉴永兴岛海水淡化首期项目经验，预计南沙群岛建成面积须保障的年淡水量为 120 万吨，投资逾 2 亿元。常康环保专注海军舰船用反渗透海水淡化设备研发销售 16 年，定制化经验丰富、细分领域市占率高，产品毛利率 70%以上，预计公司 2017-2018 年复合增速可达 30%，销售收入有望突破 2 亿元。

**盈利预测及估值：**预计公司光电传输产品 2016-2018 年收入 4.12/5.58/7.04 亿元，净利润 1.07/1.30/1.40 亿元，参考军用线缆同业给予 70 倍 PE 估值；考虑常康环保并表，预计 2017-2018 年新增净利润 6400/8320 万元，参照海军装备配套民企给予 80 倍 PE 估值。综合军用线缆及海水淡化两项业务，增发募资后总股本约 1.83 亿，预计 2017 年目标市值 142.2 亿元，对应股价 77.7 元，涨幅空间 45%，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**军用特种线缆国产替代不及预期；军用海水淡化市场竞争加剧。

### 财务指标预测：

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	205.18	251.26	412.49	557.85	704.16
增长率(%)	9.97%	22.46%	64.17%	35.24%	26.23%
净利润(百万元)	49.25	71.77	106.55	129.93	139.85
增长率(%)	17.08%	45.72%	48.45%	21.95%	7.64%
净资产收益率(%)	17.88%	12.87%	14.28%	14.83%	13.76%
每股收益(元)	0.81	0.97	0.65	0.80	0.86
PE	—	111.71	82.20	67.41	62.63
PB	—	15.70	11.74	10.00	8.62

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 分析师:杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

### 联系人:李永乐

010-66554047

liy1@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480116050067

### 联系人:邱日尧

01066554034

qjury@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480115110069

### 联系人:彭磊

010-66554036

penglei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480116090061

### 联系人:王加燊

010-66554142

wang\_jw@dxzq.net.cn

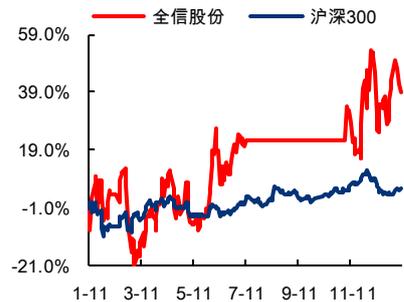
执业证书编号:

S1480116110054

### 交易数据

52 周股价区间(元)	53.66-84.56
总市值(亿元)	87.59
流通市值(亿元)	29.46
总股本/流通 A 股(万股)	16322/5490
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	5.2

### 52 周股价走势图



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1. 军用光电传输产品核心供应商，收购常康环保布局海水淡化 .....	4
1.1 立足军用领域，光电传输业务高毛利高增长 .....	4
1.2 收购海军海水淡化优质资产，配套远洋海军打造公司新增长极 .....	6
2. 航空航天新型装备放量，线缆国产化替代加速 .....	7
2.1 国防信息化对军用高端线缆需求持续强劲 .....	7
2.2 公司研发投入比例高，产品毛利率领先行业 .....	9
3. 军用海水淡化市场广阔，公司业绩爆发确定性高 .....	11
3.1 舰艇列装和海防建设加速，军用海水淡化市场需求强劲 .....	11
3.1.1 舰艇海水淡化装置支撑远洋海军建设 .....	11
3.1.2 我国远海岛礁建设起步，海水淡化市场前景广阔 .....	13
3.2 军用舰船淡水装置行业地位助推常康环保业绩放量 .....	15
4. 盈利预测及估值 .....	15
5. 风险提示 .....	16

## 表格目录

表 1:全信股份业务资质 .....	5
表 2:水处理同业公司估值比较 .....	7
表 3:全信股份产品研发投入 .....	9
表 4:全信股份上游原材料采购 .....	10
表 5:航天产品线缆配套市场格局 .....	10
表 6:航空产品线缆配套市场格局 .....	10
表 7:蒸馏法与反渗透法技术比较 .....	11
表 8:常康环保业务竞争优势 .....	15
表 9:公司盈利预测表 .....	17

## 插图目录

图 1:公司主要产品种类 .....	4
图 2:公司营收客户分布 .....	4
图 3:公司股权结构及主要子公司 .....	5
图 4:公司近年营收净利增长情况 .....	5
图 5:公司分业务板块收入构成及毛利率 .....	5
图 6:公司收入分产品构成（2016 中报） .....	6
图 7:公司毛利分产品构成（2016 中报） .....	6
图 8:常康环保历年营收及利润 .....	7
图 9:军工线缆近年来行业需求及市场规模 .....	8
图 10:海军历年服役水面舰艇数量 .....	9

图 11:反渗透海水淡化装置组成原理 .....	11
图 12:反渗透海水淡化装置 .....	12
图 13:海军新型驱逐舰及护卫舰数量变化 .....	12
图 14:海军新型潜艇数量变化 .....	12
图 15:中日韩东海防空识别区 .....	13
图 16:南沙群岛岛礁分布 .....	13
图 17:永暑岛卫星图 .....	13
图 18:清碧岛卫星图 .....	13
图 19:海水淡化工厂 .....	14
图 20:海水反渗透淡化工艺流程 .....	14

## 1. 军用光电传输产品核心供应商，收购常康环保布局海水淡化

### 1.1 立足军用领域，光电传输业务高毛利高增长

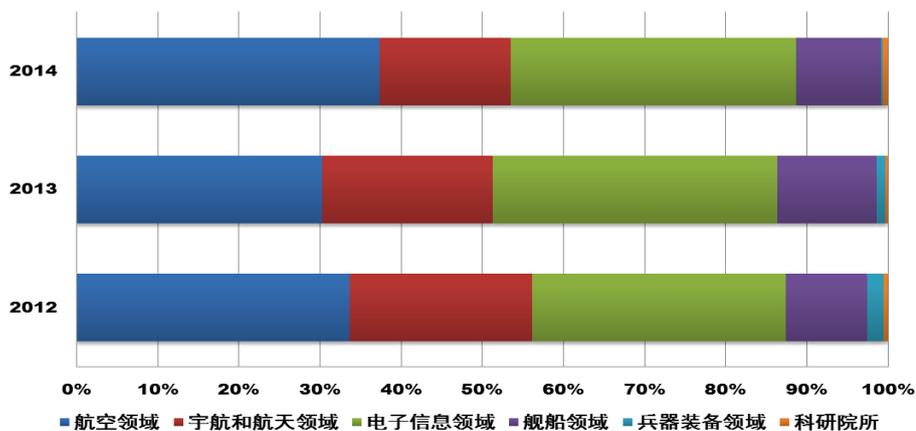
全信股份专注军用光电传输产品的研发和生产，产品全面覆盖航空、航天、船舶、电子、兵器五大军工领域，主要客户为航空工业、电子科技、航天科技、航天科工、船舶重工、船舶工业等军工集团的下属骨干企业和科研院所，为载人航天、重点型号飞机、大型水面战斗舰船等国家重大项目提供配套，积极拓展轨道交通、民航民船等高端民用领域。

图 1:公司主要产品种类



资料来源：公司网站，东兴证券研究所（注：热控设备为示意图）

图 2:公司营收客户分布



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司在国防工业领域具有十余年的配套经验和品牌优势，军工资质齐全，研发能力突出，先后参与编制了我国电线电缆国家标准、国家军用标准和行业标准等近 10 项，拥有专利 76 项，充分受益于军民深度融合、装备元器件国产化历史机遇，致力于成为传输领域的先行者。

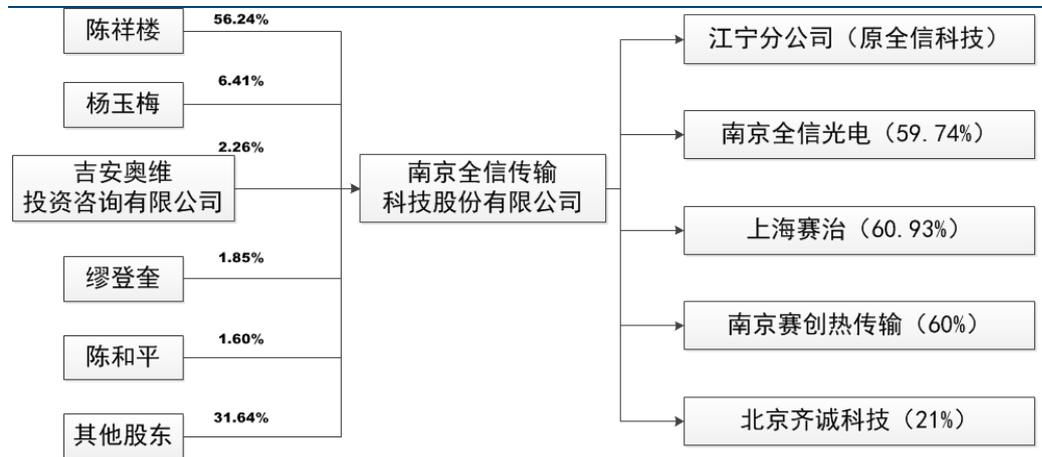
表 1:全信股份业务资质

业务领域	资质类型
军品	武器装备质量体系认证、三级保密资格、武器装备科研生产许可证 中国人民解放军武器装备承制单位
民品	AS9100C-2009 航空航天质量管理体系认证、中国船级社工厂认可证书 地铁城轨 3C 与 ISO 认证、高铁 CRCC 认证（申请中）

资料来源：公司交流，东兴证券研究所

公司先后控股南京全信光电（组件业务延伸，主营射频综合检测业务（飞机起飞前地面检测）、上海赛治（军用光纤总线系列产品）、南京赛创热传输（液冷板、设备冷却系统）。

图 3:公司股权结构及主要子公司



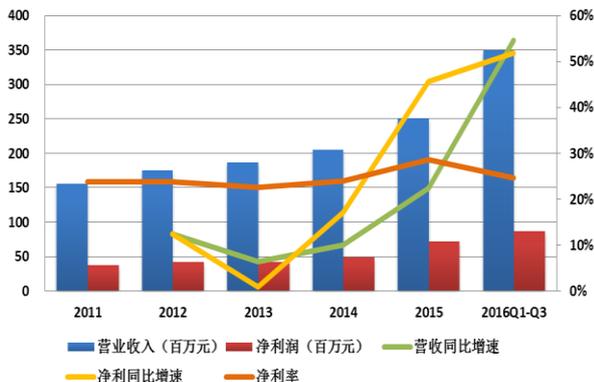
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

传输线缆和线缆组件是公司两大业务领域。整机和电子设备集成化、系统化程度的提高促进了线缆组件产品的快速发展。公司上市以来，线缆组件业务增速较快，2015 年同比增长 60%；2016 年，公司光缆组件、光纤总线业务继续放量突破，前三季度组件业务营收 1.62 亿元，较上年同期翻了一番，利润占比近三成。

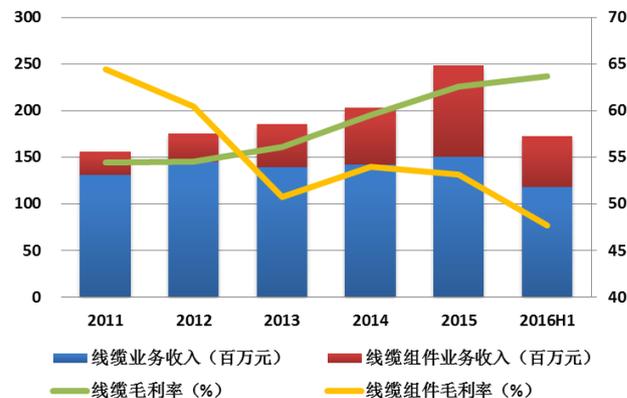
在型号配套光电线缆及组件需求拉动下，公司近两年收入增速有望保持在 45%以上，净利率稳定在 20%以上。

图 4:公司近年营收净利增长情况

图 5:公司分业务板块收入构成及毛利率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

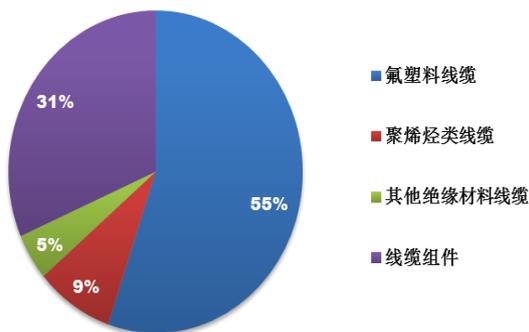


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

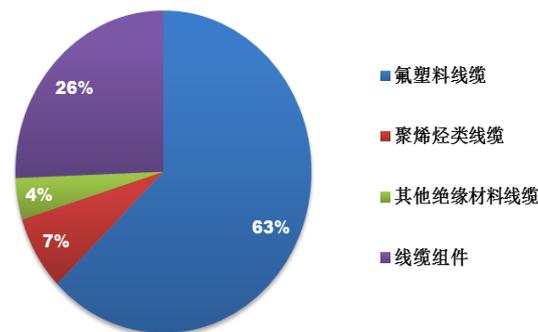
从产品结构来看, 氟塑料线缆及线缆组件是公司主要产品, 合计营收占比 86%; 公司主营业务毛利率 58.65%, 氟塑料类产品更是高达 66.63%, 主要源于公司产品较高技术附加值和细分军品采购在一定程度上存进入门槛。

图 6: 公司收入分产品构成 (2016 中报)

图 7: 公司毛利分产品构成 (2016 中报)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

未来公司将立足研发巩固在国防军工用高性能传输线缆领域的领先地位; 同时, 围绕光电传输与传感、高速安全网络、控制与测试技术、高端民品等方向, 开发具有核心竞争力产品, 打造光电传输产业中从器件到系统全方位解决方案服务能力。

以民用领域为例, 公司通过了国际航空业认可的 AS9100C-2009 航空航天质量管理体系认证, 取得了中国船级社工厂认可证书, 为拓展民用航空和船舶市场打下了坚实基础, 轨道交通领域主要产品应用范围涵盖了机车车辆、地铁车辆内部配电系统、控制系统、信号传输系统等。

### 1.2 收购海军海水淡化优质资产, 配套远洋海军打造公司新增长极

2016 年, 全信股份拟采用发行股份 (64%) 及支付现金 (36%) 相结合的方式收购常康环保 100% 股权, 并募集配套资金。常康环保主要产品为反渗透海水淡化装置, 为舰船、海岛等军工领域提供全系统水处理设备及解决方案, 细分市场占有率先。

本次收购资产交易对价 7.26 亿元，常康环保承诺 2016-2018 年扣除非经常性损益及扣除与收入相关的先征后退增值税退税额后归母净利润分别为 4800 万元、5900 万元、6700 万元，三年累计不低于 1.74 亿元，三年平均年承诺净利润对应的市盈率 12.52 倍，远低于同业上市公司水平。

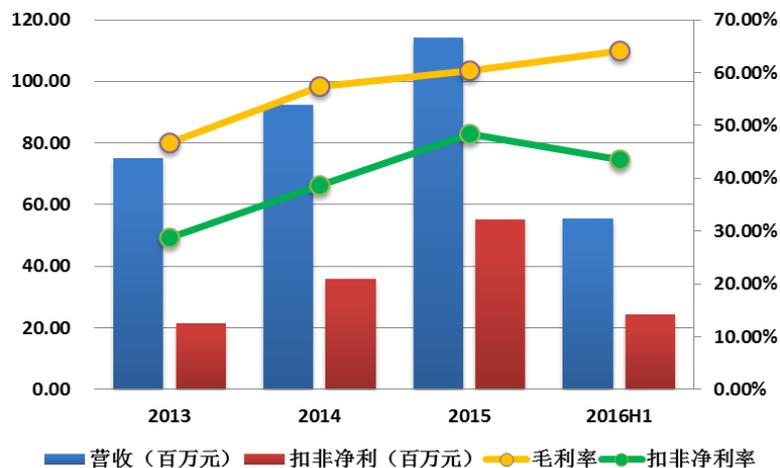
表 2:水处理同业公司估值比较

证券代码	证券名称	收盘价（20161231）	市盈率
600481	双良节能	7.52	45.48
300070	碧水源	17.52	35.35
300172	中电环保	9.92	44.38
300262	巴安水务	17.00	49.54

资料来源：Wind，东兴证券研究所

从历史财务数据来看，常康环保产品结构稳定，营收来源主要为水处理设备，毛利润稳定且逐年上升。2016 年上半年，公司营收 5649 万元，扣非净利润 2614 万元，净利率 46.27%，净资产收益率 21.34%。

图 8:常康环保历年营收及利润



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司对常康环保的收购，践行同一市场相关多元化战略，以军用海水淡化装备市场需求为抓手，综合发展在军工光、电、声、热、制导及补给系统多领域配套能力，增加客户黏性，优化销售渠道，有望提高公司细分市场竞争力及抗风险能力。

## 2. 航空航天新型装备放量，线缆国产化替代加速

### 2.1 国防信息化对军用高端线缆需求持续强劲

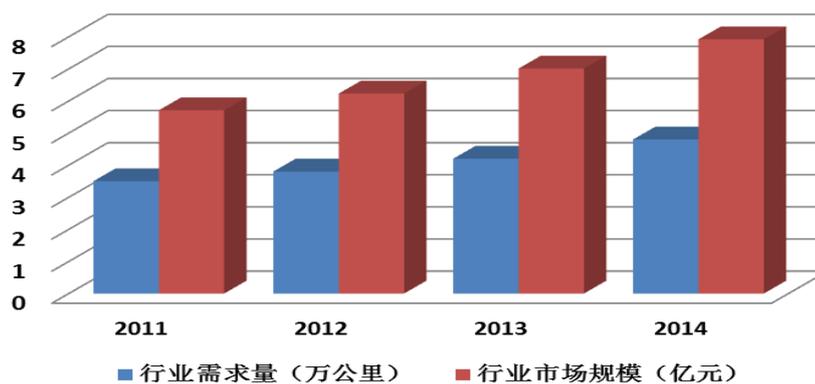
近年来，国防装备信息化建设呈加速态势，对光电线缆的使用范围持续扩大、质量要求不断提升。如装备某型导弹，仅特种电线电缆就需要 200km；装备某型电子对抗车，需特种屏蔽线缆达 300km。军用线缆呈如下发展趋势。

- ◆ **集成化**。高低频混装、光电混装集成化连接器适应了电气产品综合化小型化趋势，集成化线缆组件产品快速发展。
- ◆ **轻型化**。航天航空军用电缆对高密度、轻型化产品需求不断增加，以达到降低发射成本以及节约空间的目的。
- ◆ **综合化**。随着整机小型化，一条线缆组件上经常有几个甚至十几个插头，线缆组件向着综合化方向发展。
- ◆ **高端化**。军品的电磁兼容性能指标要求高，线缆产品需要耐高温、耐剧烈震动、耐磨损，主要针对这些需求进行专门研发设计。

据《电线电缆行业“十二五”发展规划》，航空用线缆年平均需求达 1.2-1.5 万公里。2014 年，我国军工线缆行业需求量约 4.8 万公里，市场规模近 8 亿元，近年来行业复合增长率为 12%。

“十三五”期间，航空航天、海军装备将持续更新换代，高端光电线缆消费占比将提高，行业市场规模将快于行业需求量增长，我们预计行业增长率将超过 20%，到 2020 年有望突破 20 亿元。

图 9:军工线缆近年来行业需求及市场规模



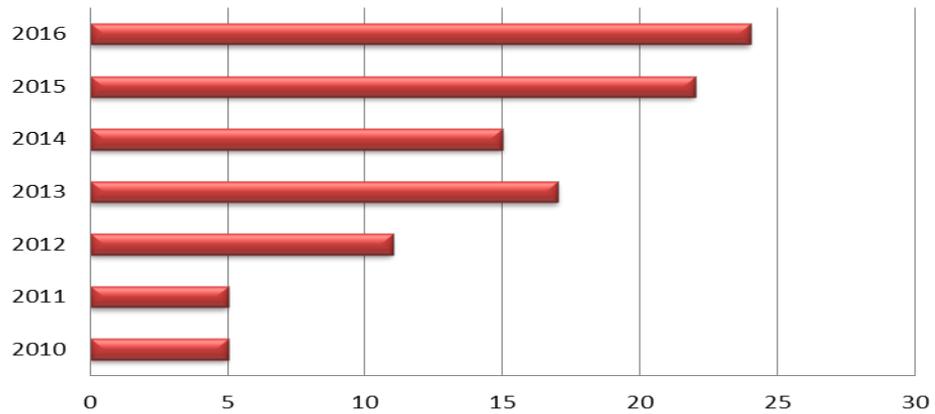
资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

- ◆ **航天领域**，据科技日报报道，我国 2017 年全年计划实施约 30 次发射任务，包括载人、探月、北斗、高分等国家科技重大专项以及通信卫星、遥感卫星、科学实验卫星以及商业航天领域的布局，运载火箭和航天器制造将持续放量。预计“十三五”期间每年卫星（发射及地面试验）及运载火箭用高性能传输线（组件）的市场约 5 亿元。
- ◆ 据澎湃防务新闻报道，中国空军在“十三五”期间将迎来“三代半”战机的换装高峰期，

我军第三代/三代半战机的总数有望达到 1000 架以上。据 worldforce2016 统计数据，空军目前 J10、J-11 等三代机约 500 架，增量空间为 500 架，年均 100 架。此外，Y-20 为代表的国产大中型运输机量产，对高性能传输线需求巨大。据测算，未来 5 年高性能传输线总需求超 6 万 km，按每公里 2 万元估计，总市场 12 亿，年均 2.4 亿元。

- ◆ 从 2012 年开始，我国水面舰船（驱逐舰、护卫舰、军辅船）建造和服役速度明显加快，按照美军 50% 部署率推算，未来北海、东海、南海三个战略中心至少需要 6 个航母编队，配套编队的大吨位远洋水面舰艇、潜艇、舰载机建设仍将获得军费的持续支持。

图 10: 海军历年服役水面舰艇数量



资料来源：网络资料整理，东兴证券研究所

此外，航空、航天、船舶、电子产业内军工集团在民用宇航、航空、舰船、高铁等领域承担了大量系统研发生产工作，以全信股份为代表的军用光电线缆配套企业潜在拓展空间广阔。

## 2.2 公司研发投入比例高，产品毛利率领先行业

全信股份自 2003 年进入军品线缆配套领域以来，注重特种光电线缆自主研发（8% 研发费比例，远高于同业 3%），保证上游关键原材料、元器件的供货质量，QLA 系列产品国内首家替代 Raychem 公司 55A 电缆进入某型号配套，光电线缆及组件综合毛利率近 60%，在同行业遥遥领先。

表 3: 全信股份产品研发投入

研发考核指标	2013 年	2014 年	2015 年
研发人员数量（人）	67	56	64
研发人员数量占比	26.48%	21.37%	19.69%
研发投入金额（万元）	1599	2043	2214
研发占营业收入比例	8.57%	9.96%	8.81%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 4:全信股份上游原材料采购

原材料	主要供货商
氟塑料	寇兰公司、杜邦公司
镀银和镀锌铜导体	法国特殊线材公司采购。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2014年，中国电子元件行业协会光电线缆及光器件分会出具证明：“南京全信传输科技股份有限公司是我国 C55 系列宇航用电线电缆、QL 系列高性能传输线的主要供应商之一，根据协会统计，南京全信近三年 C55 系列、QL 系列高性能传输线的销售量、销售额处于行业领先，平均市场占有率名列前茅”。

表 5:航天产品线缆配套市场格局

供应商类别	单位名称	选用情况
国外供应商	Tyco Raychem	主要用于正式发射卫星，国产产品用于试验卫星；火箭配套市场 20%
	全信股份	卫星国产产品市场份额的 60%；火箭配套市场 20%
	中电 23 所	卫星国产产品市场份额的 30%
国内供应商	天津 609 线缆有限公司	火箭配套市场 40-50%
	通光线缆	
	广州凯恒	

资料来源：科技创新导报，东兴证券研究所

表 6:航空产品线缆配套市场格局

供应商类别	单位名称	选用情况
国外供应商	Tyco Raychem	占据 30% 市场份额
	Nexans	
	中电 23 所	
国内供应商	天津 609 线缆有限公司	
	全信股份	占据 30% 市场份额
	通光线缆	
	广州凯恒	

资料来源：科技创新导报，东兴证券研究所

注：主要指军事航空领域，民航线缆需适航认证，国产产品比例很低。

我们认为，作为唯一一家覆盖全部军工领域的光电线缆配套上市企业，全信股份受益于航空航天线缆及组件行业需求持续景气、军品配套的国产化替代趋势，未来两年主营业务复合增速不低于 30%；军品配套“多品种、小批量、定制化”特点明显，

技术和渠道先发优势、资质和信息壁垒、买方更换供应商潜在成本等因素使得公司高毛利率水平有望保持。

### 3. 军用海水淡化市场广阔，公司业绩爆发确定性高

#### 3.1 舰艇列装和海防建设加速，军用海水淡化市场需求强劲

##### 3.1.1 舰艇海水淡化装置支撑远洋海军建设

在我国远洋海军建设过程中，海水淡化装置对于军用舰船及潜艇的人员维持、动力和作战系统运行意义重大。一艘3万kw级蒸汽动力装置的驱逐舰，主机耗汽量200t/h，按蒸发量2%补给估算，编制人员200人，按生活用淡水量30kg每人每天估算，每天供需补充淡水量100立方米；航母上的蒸汽弹射器每推动一架飞机起飞约消耗1m<sup>3</sup>淡水，“尼米兹”级航母每天所耗淡水相当于二十万人口城市每天所用淡水量。

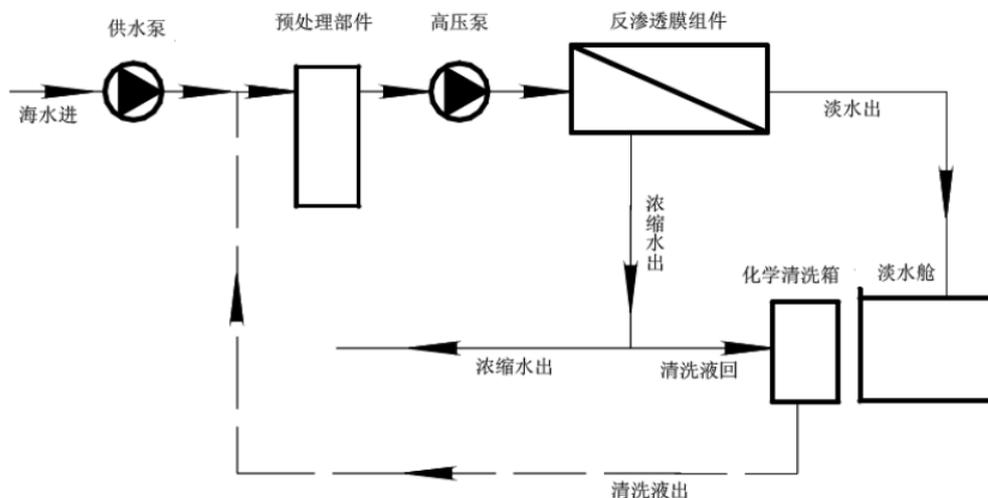
目前，水面舰船海水淡化技术主要为蒸馏法和反渗透法。相比而言，反渗透海水淡化设备体积紧凑、单位能耗低（蒸馏法的1/40）、安装周期短、运行安全可靠，另外考虑到全电推动是未来舰船动力的发展趋势、舰船远海作业比重增多，反渗透对蒸馏法长期呈替代趋势；对于水下常规潜艇，潜航时没有废热能源，使用反渗透装置是必然选择，核动力潜艇电力充足，对废热要严格控制以防辐射泄漏，也须选择反渗透淡化技术。

表 7:蒸馏法与反渗透法技术比较

项目比较	蒸馏法	反渗透
动力来源	利用柴油机缸套水余热或锅炉废气余热作为热源，节约大量能源，此外，泵类消耗部分电能。	消耗的能量全部为电能。
产水品质	产水品质较高，不但适合人们饮用，还能作为锅炉补给水或柴油机冷却水。	单级反渗透所产淡水只能用于人们饮用，一定级数的多级反渗透所产淡水才能作为锅炉补给水或柴油机冷却水。
运行时间	当舰船停靠码头或停在海上进行作业时，主机小负荷运行，甚至停机，蒸馏装置没有充足的热源，不能持续工作。	只要有电力供应，就能持续工作，但是要消耗船上有限的电量。
原料海水的与处理要求	海水预处理要求不高，所能处理的原料海水比较广泛。	海水预处理要求较高，在比较脏或污染比较严重的海域，甚至不能使用。
适用舰船	适用于有废热余热供给的舰船。并且核动力舰船因蒸汽携带核辐射，所造淡水不能饮用。	适用于各类能提供电能的舰船，但污染较严重的近海域船只不能使用。
造水成本	回收废热余热作为热源，只消耗部分电能，造水成本比较低。	能量来源全部为电能，并且定期更换的半透膜价格不菲，造水成本较高。

资料来源：《船用海水淡化装置》（夏永强等），东兴证券研究所

图 11:反渗透海水淡化装置组成原理



资料来源：《舰船用反渗透海水淡化装置规范》，东兴证券研究所

图 12:反渗透海水淡化装置

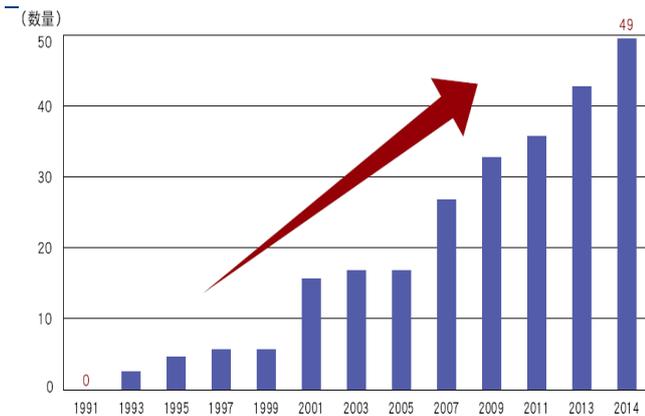


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

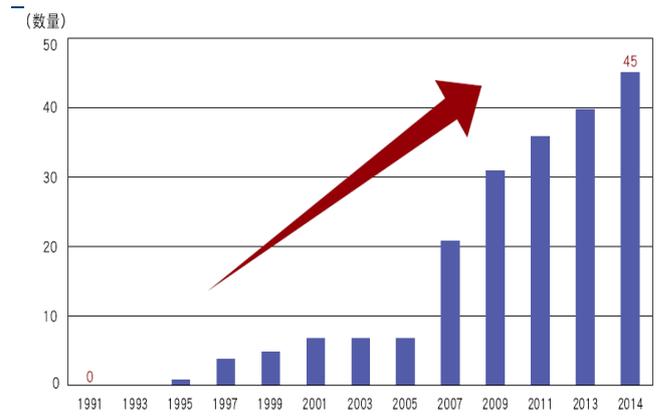
从 2013 年以来，在远洋战略利益提升、国内经济和工业基础逐步完善内外部因素驱动下，以 052C/D 型导弹驱逐舰、054A/056 型导弹护卫舰、903A/904A 型综合补给舰等为代表的我军新型舰艇建造明显提速。2016 年全年共入列导弹驱逐舰 1 艘、导弹护卫舰 9 艘、坦克登陆舰 5 艘、综合补给舰 3 艘，入列舰艇总吨位近 15 万吨。据相关媒体预测，到 2020 年，中国各类舰艇将超过 350 艘。不考虑服役后的维修保养服务，我们预计未来四年海军海水淡化装置的市场空间不低于 3 亿元。

图 13:海军新型驱逐舰及护卫舰数量变化

图 14:海军新型潜艇数量变化



资料来源: 《中国安全战略报告 2016》, 东兴证券研究所



资料来源: 《中国安全战略报告 2016》, 东兴证券研究所

### 3.1.2 我国远海岛礁建设起步, 海水淡化市场前景广阔

我国面积达 500 平方米以上的岛屿 6536 个, 总面积 72800 多平方公里, 岛屿岸线长 14217.8 公里, 东海约占岛屿总数的 60%, 南海约占 30%, 黄、渤海约占 10%。东海、南海的岛礁建设, 对于捍卫领土主权、保障航道安全、海洋资源开发意义重大。

图 15: 中日韩东海防空识别区



资料来源: 网易军事, 东兴证券研究所

图 16: 南沙群岛岛礁分布



资料来源: 搜狐军事, 东兴证券研究所

在我国通往国外的 39 条航线中, 有 21 条通过南沙群岛海域, 60% 外贸运输从南沙群岛经过。2013 年以来, 我国在永暑礁、渚碧礁、美济礁等近 10 个岛礁积极开展吹沙填礁造岛, 目前已初具规模。2016 年 7 月民航客机分别对美济礁、渚碧礁新建机场成功实施了校验飞行; 2016 年 12 月国防部就南沙部署必要防御设施问题答记者问, 称主要是用于防御和自卫。

图 17: 永暑岛卫星图

图 18: 渚碧岛卫星图



资料来源: 南海研究论坛, 东兴证券研究所



资料来源: 南海研究论坛, 东兴证券研究所

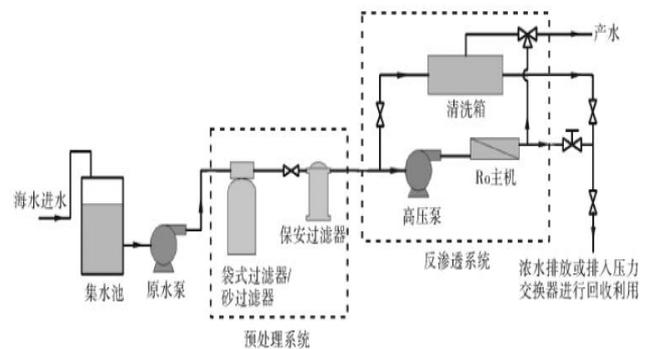
随着远洋岛屿公共基础设施完善和进驻人员增多, 淡水资源成为首要解决的问题, 通过太阳能、风能、核能等方式提供电力, 反渗透海水淡化工厂有望成为潜在技术方案之一。

图 19:海水淡化工厂



资料来源: 西陆网, 东兴证券研究所

图 20:海水反渗透淡化工艺流程



资料来源: 《海岛反渗透海水淡化技术发展现状与研究前景》(王慧等), 东兴证券研究所

2012年11月, 三沙市永兴岛海水淡化首期项目开工, 投资7000万元, 日产淡水1000吨, 2016年1月竣工。该项目采用电膜海水淡化技术, 对后续三沙市其他岛礁海水淡化项目具有重要的借鉴意义。西沙群岛其他每个岛礁也都有40吨-150吨不等的海水淡化设备, 目前整个西沙岛礁共建有海水淡化厂9座, 年生产海淡水50万吨。

从公开资料来看, 西沙群岛陆地面积10平方公里, 人口约2000人, 根据2016年1月份数据, 中国扩建的南沙诸岛面积已超10平方公里, 考虑到南沙群岛战略意义更为突出、岛礁分散, 未来驻岛人员将更多, 按5000人估算, 预计须保障的年淡水量为120万吨, 投资逾2亿元, 作为基础保障设施, 预计近期将开工建设。

随着我国远海开发建设加速, 以三沙市为代表的岛礁建成面积和流动人口仍将不断增加, 对海水净化设备的采购、后期维修保障需求也将相应释放。马累岛陆地面积不足

2 平方公里，人口超 10 万，对比来看，仅永兴岛的海水淡化市场就有数十倍的增长空间。

### 3.2 军用舰船淡水装置行业地位助推常康环保业绩放量

常康环保在海军舰船用反渗透海水淡化设备方面专注研发销售 16 年，已占据主要市场份额，与部队造船厂有牢固的合作关系，目前海军新装、换装的各类舰船（艇）海水淡化装置主要由公司研制、生产提供。

2015 年，公司挂牌新三板，当年营收 1.12 亿元，同比增长 21.14%，实现净利 5972 万元，同比增长 63.2%。2016 上半年，公司实现营收 5649 万元，净利率高达 47%，来自前五名客户国内军方销售收入占比达 46%。

近年来，常康环保水处理设备毛利率均在 70%以上，远高于水处理同行业 30%的水平，主要因常康环保销售的产品与同行业差异较大，主要产品属定制化产品，且应用于军工行业，产品技术含量较高。

表 8:常康环保业务竞争优势

竞争方向	公司优势
军用标准	作为主要起草单位之一，编制了国家军用标准《舰船用反渗透海水淡化装置规范》，巩固与军方和总体单位配套关系，掌握行业话语权。
产品更新	公司开发了一体化两级反渗透海水淡化装置（已处定型阶段）、淡水水质调节装置，进一步满足海军远洋巡航对高纯水、饮用水的需求。
市场拓展	基于海水淡化领域军方认可的技术经验，积极拓展海关缉私船、渔政船、海警船等类军方海水淡化装置市场。
应用场景	开拓海上钻井平台、远洋海岛等场景下反渗透海水淡化装置业务。
增值服务	公司产品列装部队生命周期为 3-5 年，后期维护改造、更新换代对公司采购具有较强持续性。

资料来源：公司公告,东兴证券研究所

我们认为，基于海军装备、远海岛礁建设未来 2-3 年放量预期明确，常康环保在反渗透海水淡化装置方面具备丰富的定制化经验和较高的细分领域市场地位，未来业绩向上弹性较大，考虑到公司在民用船只、其他军兵种可能的业务拓展，预计公司 2017-2018 年复合增速可达 30%，销售收入有望突破 2 亿元。

## 4. 盈利预测及估值

“十三五”期间，以航空、宇航客户为代表，公司军用高性能传输线缆需求持续景气，光缆组件业务高速扩张，轨道交通等民用领域有望放量突破，我们预计公司 2016 年至 2018 年营业收入分别为 4.12 亿元、5.58 亿元和 7.04 亿元，同比分别增长 64.17%、35.24%和 26.23%，归属于上市公司股东的净利润分别为 1.07 亿元、1.30 亿元和 1.40 亿元，净利率保持在 20%以上，EPS 分别为 0.65 元、0.80 元和 0.86 元，对应 PE82.20 倍、67.41 倍和 62.63 倍，对比军用线缆同业上市公司通光线缆、中利科技、宝胜股

份和金信诺，并考虑到公司军工业业务营收占比和国产化替代优势，给予公司 2017 年 PE 70 倍。

考虑到 2017 年预计完成对常康环保的收购并表，以其 2016 年净利润 4922 万元（不考虑季节效应）、30%同比增速、净利率结构保持稳定为假设基础，预计 2017、2018 年可为上市公司分别新增净利润 6400 万元、8320 万元，超过之前业绩承诺，参照海兰信、天海防务等海军装备民参军上市公司给予板块 80 倍 PE 估值。

公司目前股本 1.63 亿，资产收购完成后增加到 1.76 亿以上，配套 2.71 亿元募资完成后（募资价不低于 35.88 元），总股本为 1.83 亿。

综合军用线缆及海水淡化两项业务，预计 2017 年目标市值 142.2 亿元，对应股价 77.7 元，涨幅空间 45%，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

## 5. 风险提示

军用特种线缆国产化替代不及预期；

军用海水淡化市场竞争加剧。