

七一二 (603712)

证券研究报告
2019年05月22日

天津地区国企混改先锋，军民融合专网通信持续扩张

1、公司是京津冀国企混改先锋

改革前，公司控股股东为天津中环电子集团，持股比例为 52.53%，中环集团是天津市政府授权经营国有资产的大型国有独资企业，因此公司的实际控制人是天津市国资委。2019 年 1 月，为贯彻落实天津市委市政府关于优化国有资本布局结构的要求，天津市国资委将所持天津中环电子集团 51% 股权转让给津智资本，之后津智资本成为中环集团的控股股东，间接持有七一二公司 52.53% 股权。津智资本作为市场化运作的国有资本投资运营平台和强力推进集团层面混改的重要抓手，肩负先进制造研发国有资本运营工作平台、市管企业混改操盘手、国资监管履职助推器的三重功能，公司作为京津冀地区军民融合的国企改革先锋地位愈发凸显。

2、国内专网无线通信领域核心供应商，军用领域先行者，民用领域持续延伸

作为专用无线通信领域的奠基者和开拓者，公司率先研制成功我军第一代超短波通信设备和第一代航空抗干扰通信设备。在军用无线通信领域，公司拥有完整的军工科研生产资质，是我军无线通信装备的核心供应商与主要承制单位，是业内少数可以实现全军种覆盖的企业。

公司民用专网无线通信业务起源于铁路通信，成功研制并生产了我国第一代铁路无线列调电台，是国内铁路无线通信领域的领军者和行业标准的主要制定者。当前公司正在从铁路通信逐步延伸到城市轨交等领域，市场空间进一步打开。

当前公司产品主要以军用领域为主。根据公司招股说明书，公司 2014-2017 年军品收入占比维持在 70%-80% 的水平。在维持军用领域优势的同时，公司持续延伸民用领域，凭借深厚的技术积累以及每年超过 20% 的研发投入，未来增长值得期待。

盈利预测及投资建议：

公司作为我国超短波无线专网通信领域的先行者，参与我国无线专网核心标准的研制，在军用超短波无线通信拥有领先地位。随着公司进行国企改革引入资本运作平台，同时维持研发的高投入，公司有望加快业务领域横向拓展，延伸民用领域等更广阔市场，未来空间值得期待。我们预计公司 2019 年至 2021 年的归母净利润分别为 2.63、3.23 和 3.96 亿元，同比增长分别为 17.11%、22.57% 和 22.54%，对应当前股价 PE 分别为 59、48、39 倍。对比同类军工信息化相关标的，公司的 TTM 估值处于中等水平。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：国防政策环境变化的风险，市场竞争加剧风险，客户集中度较高的风险，存货较高风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,485.21	1,625.55	2,026.25	2,526.06	3,203.03
增长率(%)	6.87	9.45	24.65	24.67	26.80
EBITDA(百万元)	274.43	622.00	324.93	391.31	490.30
净利润(百万元)	194.23	224.93	263.40	322.86	395.62
增长率(%)	22.30	15.80	17.11	22.57	22.54
EPS(元/股)	0.25	0.29	0.34	0.42	0.51
市盈率(P/E)	79.89	68.99	58.91	48.06	39.22
市净率(P/B)	9.38	6.89	6.19	5.52	4.86
市销率(P/S)	10.45	9.55	7.66	6.14	4.84
EV/EBITDA	0.00	22.12	48.84	40.68	33.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	19.69 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	772.00
流通 A 股股本(百万股)	366.44
A 股总市值(百万元)	15,200.68
流通 A 股市值(百万元)	7,215.14
每股净资产(元)	2.93
资产负债率(%)	53.48
一年内最高/最低(元)	44.87/14.40

作者

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 军用超短波通信领域先行者，京津冀国企混改先锋.....	4
1.1. 军工国企混改先锋	4
1.2. 国内专网无线通信领域核心供应商	5
1.2.1. 军用超短波领域先行者	6
1.2.2. 民用业务起源于铁路通信，业务边界不断拓宽	6
1.3. 专注研发，持续打造创新引擎	7
2. 业绩稳步增长，订单充足未来可期，军民融合前景广阔.....	8
2.1. 业绩稳步增长，订单充足	8
2.2. 展望未来：以专网无线通信技术为拳头产品，沿着军民融合持续扩张，前景广阔	11
3. 盈利预测及估值.....	12
3.1. 盈利预测	12
3.2. 估值对比	13
风险提示：国防政策环境变化的风险，市场竞争加剧风险，客户集中度较高的风险，存货较高风险	13

图表目录

图 1：截止 2019 年一季报，公司股权机构	5
图 2：公司主要产品区别	6
图 3：公司军用无线产品区别	6
图 4：公司铁路无线通信端产品	7
图 5：公司民用系统产品的主要功能	7
图 6：公司研发投入及占比	8
图 7：公司主要核心技术	8
图 8：公司近年来营收与利润	8
图 9：公司近年来存货以及预收款变化	9
图 10：公司分产品营收情况（单位：百万元）	10
图 11：公司分产品毛利率情况	10
图 12：公司 2014-2017 年军品收入占比维持在 70%-80%的水平（营收单位：万元）	10
图 13：公司 2014-2017 年按分产品角度看营收占比	11
图 14：我国近几年国防支出情况	11
图 15：主要国家军费支出与 GDP 比例	12
图 16：我国 2010-2018 年铁路投资情况	12
表 1：2004 年，公司成立时股东情况	4

表 2: 2015 年 8 月, 引入 TCL 后的股权结构	4
表 3: 分项业务收入预测	13
表 4: 同类企业估值 PE (TTM) 对比	13

1. 军用超短波通信领域先行者，京津冀国企混改先锋

七一二是我国专网无线通信产品和解决方案的核心供应商，在军用无线通信领域，公司拥有完整的军工科研生产资质，是我军无线通信装备的核心供应商与主要承制单位，是业内少数可以实现全军种覆盖的企业；在民用专网无线通信领域，公司业务起源于铁路通信，还将业务拓展至城市轨道交通、海事、警用等专网无线通信领域。公司具有八十多年的历史底蕴，是国家级高新技术企业，拥有国家级技术中心和国家级工业设计中心。同时，公司作为天津市国资委下属的国有企业，担负京津冀地区国企混改先锋的重任。

1.1. 军工国企混改先锋

2004年成立，为天津国资委下属公司。公司于2004年由中环集团及中环集团旗下全资子公司通广集团、天津信托等共同出资建立，成立初期为七一二有限公司。其中中环集团是天津市政府授权经营国有资产的大型国有独资企业，前身为天津市电子仪表局，因此天津市国资委为公司的实际控制人。

表 1：2004 年，公司成立时股东情况

序号	股东	出资金额（万元）	出资比例（%）
1	通广集团工会	2292	38.20%
2	通广集团	1560	26.00%
3	中环集团	1500	25.00%
4	天津信托	648	10.80%
	合计	6000	100.00%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2015年，初次引入社会资本开展国企混改。从2004年成立之后，公司经过多次股权结构调整，但基本上是在中环集团、通广集团以及代持员工股份的通广集团工会之间实现股份转换，直至2015年，2015年1月，天津市人民政府办公厅作出《关于研究完善天津七一二通信广播有限公司股权结构有关工作会议纪要》（津政纪[2014]57号），《会议纪要》原则上同意中环集团提出的岗位股、岗位股衍生股权及职工福利费结余出资形成股权权属归通广集团所有，以及引进投资者受让七一二有限部分股权的意见。之后，公司的股东之一通广集团工会受职工委托，将其代职工持有的由职工个人出资形成的部分风险股转让给TCL。并于同年8月，通广集团将持有的七一二有限11.07%的股权通过公开挂牌方式转让至TCL。公司通过适度引入社会力量、民间资本，积极朝着“做强做优做大”与推动国有企业完善现代企业制度，健全公司法人治理结构的目标稳步迈进。

表 2：2015 年 8 月，引入 TCL 后的股权结构

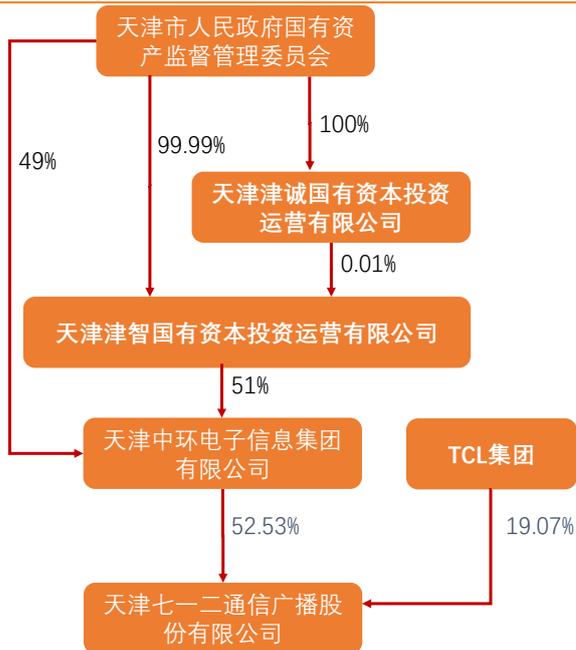
序号	股东	出资金额（万元）	出资比例（%）
1	通广集团	3605.87	35.35%
2	中环集团	2550	25.00%
3	TCL	2234.99	21.91%
4	通广集团工会	1809.14	17.74%
	合计	10200	100.00%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2016年3月11日，七一二有限召开股东会，同意通广集团将其所持七一二有限的3,605.87万元出资额（占注册资本的35.35%）转让给中环集团，其他股东自愿放弃优先权；同意通广集团工会将其所持有七一二有限1,809.14万元出资额（占注册资本17.74%）还原至43名自然人。本次股权结构调整后，公司于2016年6月变更为股份公司。

引进国有资本投资运营平台，进一步推进国企改革。2018年2月，公司在上交所挂牌上市，控股股东为天津中环电子集团，持股比例为52.53%，第二大股东为TCL集团，持股比例为19.07%。2019年1月，为贯彻落实天津市委市政府关于优化国有资本布局结构的要求，天津市国资委将所持天津中环电子集团51%股权转让给津智资本，以支持天津市国企产业结构调整 and 改革发展。该事项完成后津智资本成为中环集团的控股股东，间接持有七一二公司52.53%股权。津智资本作为市场化运作的国有资本投资运营平台和强力推进集团层面混改的重要抓手，肩负先进制造研发国有资本运营工作平台、市管企业混改操盘手、国资监管履职助推器的三重功能，公司作为京津冀地区军民融合的国企改革先锋地位愈发凸显。

图 1：截止 2019 年一季报，公司股权机构



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 国内专网无线通信领域核心供应商

公司是专业从事军民领域专网无线通信产品和解决方案的核心供应商，是我国有能力覆盖全兵种专用通信设备的领军企业，是我国军队信息化建设的重要力量。公司主营业务收入根据不同产品的应用平台分为航空无线通信终端、地面无线通信终端、铁路无线通信终端、系统产品和其他五类。其中航空\地面\铁路无线通信终端属于终端类产品，系统产品是将不同功能的通信终端通过综合布线和网络技术有机结合实现系统状态、功能的统一控制和管理，相比通信终端产品其技术含量更高、功能更复杂，客户定制化更强。

图 2：公司主要产品区别

产品类别	应用平台	收入构成	主要频段
航空无线通信终端	主要应用于战斗机、直升机、无人机等军用多种型号航空平台，包括少量民用航空无线通信终端产品	主要为军品	超短波
地面无线通信终端	应用于地面的单兵、车载平台和指挥所	主要为军品	超短波
铁路无线通信终端	应用于列车、车站、调度台的铁路无线通信平台	全部为民品	超短波
系统产品	应用于军机无线通信、航电通信的CNI系统及应用于铁路及轨道交通平台调度系统	主要为军品	不适用
其他	包括电子测试设备、环保检测设备等等，非无线通信产品，为公司非核心业务	全部为民品	不适用

资料来源：招股书，天风证券研究所

1.2.1. 军用超短波领域先行者

作为专用无线通信领域的奠基者和开拓者，公司率先研制成功我军第一代超短波通信设备和第一代航空抗干扰通信设备。军用无线通信领域，公司拥有完整的军工科研生产资质，是我军无线通信装备的核心供应商与主要承制单位，是业内少数可以实现全军种覆盖的企业。

客户网络广泛，是我军超短波无线通信设备的主要供应商。公司产品广泛应用于陆、海、空、火箭军、战略支援部队和武警部队，遍布 5 大战区，500 多个师团级单位，尤其在机载超短波通信领域，公司具有核心研制生产能力，产品覆盖歼击机、轰炸机、运输机、直升机、无人机、教练机等各种平台。在国庆阅兵、奥运安保、神舟返航、亚丁湾护航、利比亚撤侨、中俄联合演习和航母工程等重大项目或军事行动中，公司提供的通信设备稳定可靠、保障有力，多次受到国务院、中央军委等机关的表彰和嘉奖，为我军信息化建设作出了突出贡献。

图 3：公司军用无线产品区别

类别	军用航空无线通信终端	军用地面无线通信终端	军用系统产品
研发周期	较长	长	最长
研发投入	较高	高	极高
功能属性	包括话音电台、数据链电台、数据处理终端等，具有抗干扰、组网等功能，可实现空-地、空-空、空-海无线语音和数据通信	主要包括手持、背负和车载终端，可地--地、地--空、岸--舰等无线语音和数据通信	主要为机载CNI系统，集成多种功能和设备
应用平台	飞机	地面	飞机
原材料材质要求	较高	高	较高
正常生产周期	中等	相对较短	最长
单价	相对较低	相对较低	最高
售后服务	频繁	一般	极其频繁

资料来源：招股书，天风证券研究所

1.2.2. 民用业务起源于铁路通信，业务边界不断拓宽

公司民用专网无线通信业务起源于铁路通信，成功研制并生产了我国第一代铁路无线列调

电台，是国内铁路无线通信领域的领军者和行业标准的主要制定者，主要产品包括无线列调设备、CIR 机车综合无线通信设备、列车防护报警设备等，用于指挥行车、传输列车数据信息、列车运行安全防护和语音数据业务的承载，主要客户为铁路总公司及其下属铁路局，相应产品需严格遵循铁路总公司的技术标准，公司产品均通过 CRCC（中铁检验认证中心）认证。

图 4：公司铁路无线通信端产品

产品名称	图片	产品功能
模拟无线列调设备		包括调度总机、监测总机、车站无线通信装备、通用机无线通信装备等。实现行车调度员、车站值班员、车长之间的通信联系和其他监测功能
铁路通信机车综合无线通信设备 (CIR)		机车司机使用的车载无线台，主要用于列车的无线调度指挥
铁路通信列车防护报警和接近预警系统		客车尾部风压无线传送、定时发送列车位置保证地面用户获取列车位置信息、事故发生时发送防护报警避免次生事故发生

资料来源：招股书，天风证券研究所

业务领域持续延伸，延伸至城市轨道交通、海事、警用等专网无线通信领域，主要产品包括 TETRA 城市轨道交通数字集群通信系统、AIS 船舶自动识别系统和 PDT 警用通信设备等，不同客户对产品的要求差异较大，系统产品属于高度定制化产品。

图 5：公司民用系统产品的主要功能

子系统名称	功能
通信信息系统	以完成信息传输过程的技术系统，主要借助电磁波在自由空间的传播的无线通信系统、在导引媒体中的传输机理来实现通信的有线通信系统。其中包含 SDH 接入传输系统、无线有线调度系统、IP 网络电话系统等
信息发布系统	由服务器、网络、播放器、显示设备组成，将服务器的信息通过网络发送给播放器，再由播放器组合播放音视频、图片、文字等信息输送给前端的 PIS(旅客信息系统)显示交互终端、LED 大屏幕等显示设备展现给用户，形成一套可通过网络将所有服务器信息发送到终端显示的系统
网络信息系统	由服务器、网络、播放器、显示设备组成，将服务器的信息通过网络发送给播放器，再由播放器组合播放音视频、图片、文字等信息输送给前端的 PIS(旅客信息系统)显示交互终端、LED 大屏幕等显示设备展现给用户，形成一套可通过网络将所有服务器信息发送到终端显示的系统
安全防范系统	以维护社会公共安全为目的，由安全防范产品和其它相关产品所构成。包含视频监控系统、站场停车场管理系统、周界报警系统、室内红外报警系统、门禁巡更及考勤系统。由这些系统为子系统组合或集成的电子系统或网络系统
背景音乐系统	背景音乐系统中的车站广播系统，可以播放背景音乐和发布日常信息、紧急广播、火灾报警警报等功能。会议室音响系统由放声系统、扩声系统、控制系统等组成;具体需要根据用户需求选择相关设备进行设计，从而满足其使用要求

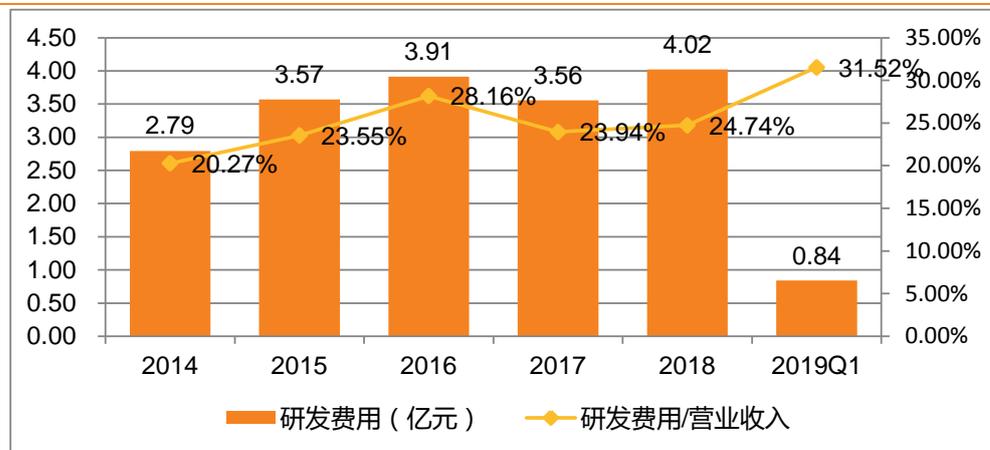
资料来源：招股书，天风证券研究所

1.3. 专注研发，持续打造创新引擎

公司专注研发，研发投入占营业收入比例持续保持在 20%以上。2014 年、2015 年、2016 年、2017 年、2018 年以及 2019Q1，公司的研究开发费分别为 2.79 亿元、3.57 亿元、3.91

亿元、3.56 亿元、4.02 亿元和 0.84 亿元，占当期营业收入的 20.27%、23.55%、28.16%、23.94%、24.74%和 31.52%。截至 2018 年底，公司及其子公司共拥有 83 项发明专利，152 项实用新型专利，107 项外观设计专利；公司正在进行三百余个项目的研发工作，主要项目涵盖下一代航空无线通信、新型 CNI 系统、卫星通信导航终端、宽带集群调度系统、国铁 LTE-R 试验线车载电台、环保产品在线监测系统等领域。

图 6：公司研发投入及占比



资料来源：招股书，公司年报及季报，天风证券研究所

研发人员占比较高，核心技术聚焦无线通信领域。根据公司招股说明书，截至 2017 年 6 月 30 日，公司拥有技术研发人员 784 人，占比超过 40%，其中高级工程师 251 人，工程师 350 人，硕士及以上学历 280 人，享受国务院特殊津贴专家 6 人。经过多年的研发生产积累，公司已经形成了较为完善和先进的核心技术体系，主要核心技术聚焦无线通信领域。

图 7：公司主要核心技术

序号	技术名称	取得方式	所处阶段及说明
1	超短波通信跳频技术	自主研发	量产阶段
2	软件无线电技术	自主研发	中试阶段
3	数据链技术	自主研发	量产阶段
4	无线自组网技术	自主研发	量产阶段
5	S 频段卫星通信技术	自主研发	中试阶段
6	Ku 频段卫星通信技术	自主研发	中试阶段
7	UHF 频段卫星通信技术	自主研发	量产阶段
8	CNI 系统集成	自主研发	量产阶段
9	射频集成技术	自主研发	量产阶段

资料来源：招股书，天风证券研究所

2. 业绩稳步增长，订单充足未来可期，军民融合前景广阔

2.1. 业绩稳步增长，订单充足

业绩稳步增长。自 2014-2018 年，公司营收从 13.79 亿元增长到 16.26 亿元，其中只有 2016 年是下滑的，主要原因是公司根据自身发展规划进行调整，使得非核心的电子测试设备业务下降所致；归母净利润从 1.87 亿元增长到 2.25 亿元。

图 8：公司近年来营收与利润



资料来源：公司招股说明书及年报，Wind，天风证券研究所

后续订单持续性较强。根据公司2018年年报，公司预收款项达到6.40亿元，同比增长70.11%，存货总额18.95亿元，同比增长36.33%。预收款项及存货的增幅远高于同期营业收入增幅，表明军改后订单释放进程加快，同时也预示后续公司产品交付确认后 will 显著提升公司业绩。

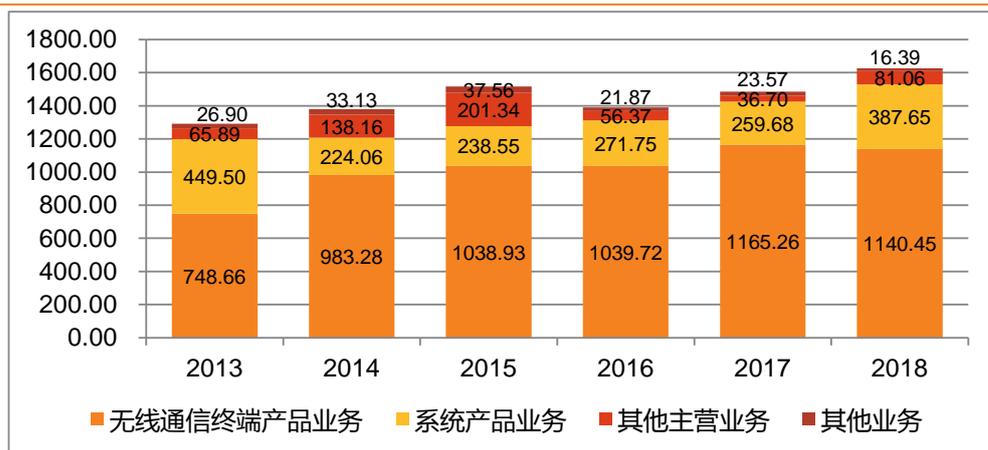
图 9：公司近年来存货以及预收款变化



资料来源：公司招股说明书及年报，Wind，天风证券研究所

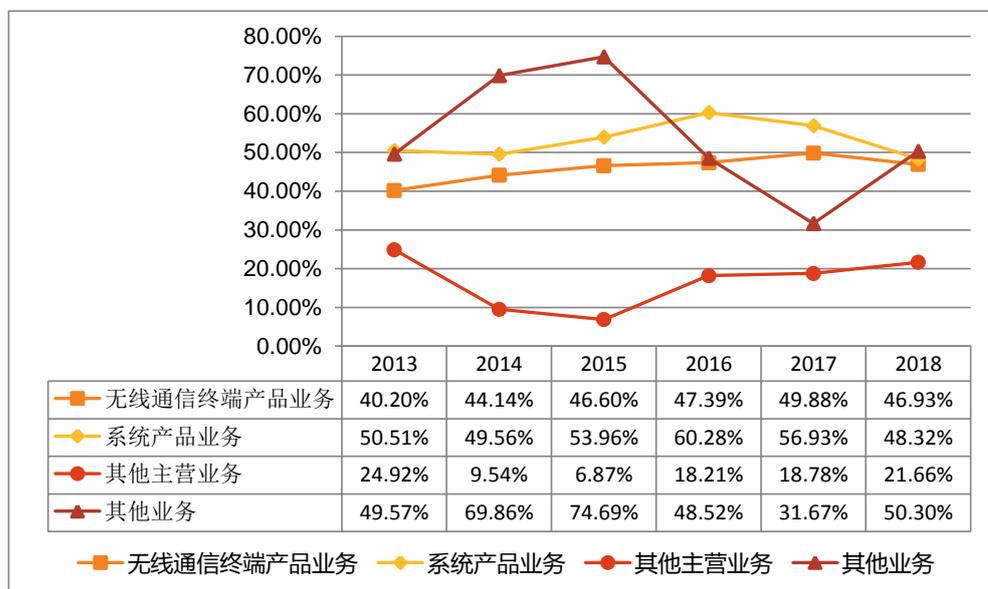
毛利率略降总体基本保持稳定。分产品来看，根据2018年年报，专用无线通信终端产品营收11.4亿元 (YoY-2.13%)，毛利率46.93% (YoY-2.95pp)；系统产品实现营业收入3.88亿元 (YoY+49.28%)，毛利率48.32% (YoY-8.61pp)；其他产品实现营业收入0.81亿元 (YoY+120.84%)，毛利率21.66% (YoY+2.88pp)。毛利率总体基本保持稳定，综合毛利率水平波动的原因主要是不同的军、民用通信产品销售结构有所变化导致。

图 10：公司分产品营收情况（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书及年报，Wind，天风证券研究所

图 11：公司分产品毛利率情况



资料来源：公司招股说明书及年报，Wind，天风证券研究所

公司产品主要以军用领域为主。根据公司招股说明书，公司 2014-2017 年军品收入占比维持在 70%-80%的水平。以产品来划分，以军品为主的无线通信终端和系统产品营收占比达 80%以上，铁路无线通信终端和其他主营业务占比在 20%以下。

图 12：公司 2014-2017 年军品收入占比维持在 70%-80%的水平（营收单位：万元）

客户	2017 年 1-6 月		2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
军品	48,244.93	80.52%	113,246.43	82.79%	105,997.62	71.68%	96,401.75	71.65%
民品	11,675.23	19.48%	23,538.39	17.21%	41,884.09	28.32%	38,147.95	28.35%
合计	59,920.16	100.00%	136,784.82	100.00%	147,881.71	100.00%	134,549.70	100.00%

资料来源：公司招股说明书及年报，天风证券研究所

图 13：公司 2014-2017 年按分产品角度看营收占比

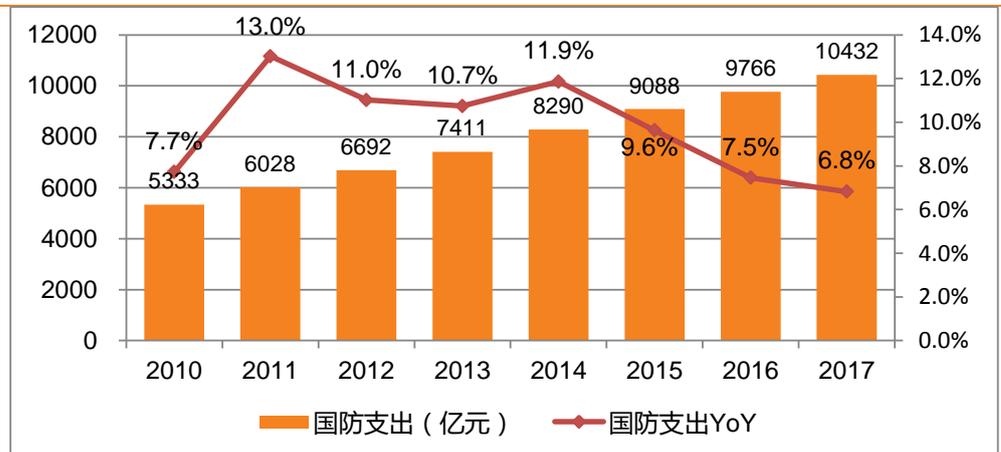
类别	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度	2014 年度
以军品为主的航空/地面无线通信终端和系统产品主营业务收入占比	81.86%	86.50%	80.66%	81.50%
全为民品的铁路无线通信终端和其他主营业务收入占比	18.14%	13.51%	19.34%	18.50%
主营业务收入毛利率	46.48%	48.75%	42.38%	41.49%

资料来源：公司招股说明书及年报，天风证券研究所

2.2. 展望未来：以专网无线通信技术为拳头产品，沿着军民融合持续扩张，前景广阔

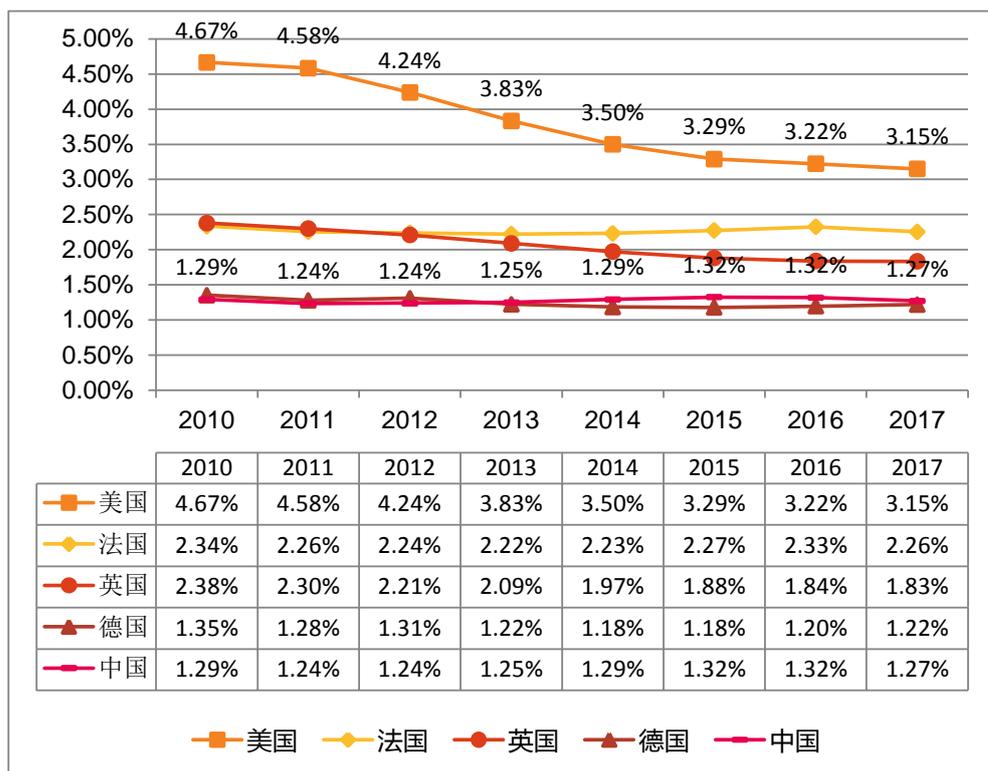
我国军费开支持续增长，预计未来装备投入有所增加，公司军用领域增长有基础。近年来，我国持续加大国防投入，2010 至 2017 年我国国防支出年复合增速为 10.06%，高于同期 GDP 增速；同时我们看到我国国防支出预算占 GDP 的比例在 2018 年为 1.27%，低于美、英、法等主要国家，未来提升空间依然较大。此外，我国国防军费投入主要分成三大类：装备费、人员生活费和活动维持费，根据公司招股说明书统计数据，我国的装备费占军费的三分之一左右，主要用于武器装备的研发、试验、采购、维修、运输和储存等，而欧美及亚洲的主要军事国家用于装备方面的支出占国防支出的比例大致为 40%-45%。预计未来用于武器装备采购的投入将逐步提升，将有利于各军种在信息化产品投入的增长，有利于公司产品销售增长。

图 14：我国近几年国防支出情况



资料来源：财政部，国家统计局，Wind，天风证券研究所

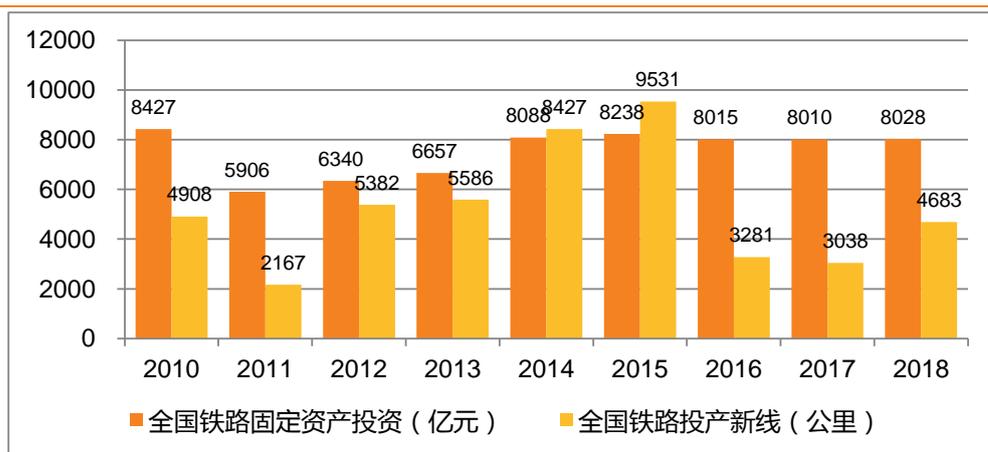
图 15：主要国家军费支出与 GDP 比例



资料来源：财政部，国家统计局，世界银行，Wind，天风证券研究所

铁路、城市轨道交通建设投入持续景气，民用领域延伸值得期待。国家铁路局发布的数据显示，2018 年全国铁路固定资产投资完成 8028 亿元，投产新线 4683 公里，投资额连续 5 年超过 8000 亿元。根据 2016 年国务院公布的《中长期铁路网规划》，到 2020 年，一批重大标志性项目建成投产，铁路网规模达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市。到 2025 年，铁路网规模预计达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右，铁路行业的快速发展将进一步拓展铁路通信市场。

图 16：我国 2010-2018 年铁路投资情况



资料来源：国家铁路局，Wind，天风证券研究所

3. 盈利预测及估值

3.1. 盈利预测

表 3：分项业务收入预测

产品		2018	2019E	2020E	2021E
无线通信终端产品业务	业务收入(百万元)	1140.45	1426	1782	2281
	同比增长率(%)	-2.13%	25.00%	25.00%	28.00%
	毛利率(%)	46.93%	47.00%	46.50%	46.50%
系统产品业务	业务收入(百万元)	387.65	485	606	757
	同比增长率(%)	49.28%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率(%)	48.32%	48.50%	48.50%	48.50%
其他主营业务	业务收入(百万元)	81.06	97	117	140
	同比增长率(%)	120.87%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率(%)	21.66%	21.50%	21.50%	21.50%
其他业务	业务收入(百万元)	16.39	19	22	25
	同比增长率(%)	-30.46%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率(%)	50.30%	45.00%	43.00%	40.00%
主营业务收入合计	业务收入(百万元)	1625.55	2026	2526	3203
	同比增长率(%)	9.45%	24.65%	24.67%	26.80%
	毛利率(%)	46.04%	46.12%	45.79%	45.83%

资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 估值对比

由于公司超过 80% 的业务收入是来自军工业务，我们对比同类军工信息化相关标的：北斗星通、海格通信、烽火电子，七一二估值处于中等水平。公司合理的 PE 在 60-70 倍之间，合理股价区间为 20.4-23.8 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4：同类企业估值 PE (TTM) 对比

		2016	2017	2018	2019.04
000561	烽火电子	51.0	216.2	48.0	50.2
002465	海格通信	41.4	48.4	48.4	49.3
002151	北斗星通	130.5	217.9	130.8	142.3
603712	七一二			70.6	65.8

资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示：国防政策环境变化的风险，市场竞争加剧风险，客户集中度较高的风险，存货较高风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	309.95	528.13	162.10	202.08	256.24
应收票据及应收账款	1,181.77	1,529.36	1,310.06	2,318.13	2,282.40
预付账款	10.27	5.16	22.25	11.02	27.72
存货	1,390.25	1,895.39	2,236.01	2,946.77	3,619.20
其他	16.34	86.48	36.43	57.35	78.57
流动资产合计	2,908.58	4,044.51	3,766.84	5,535.36	6,264.13
长期股权投资	37.33	42.55	42.55	42.55	42.55
固定资产	571.23	543.82	542.19	558.78	573.28
在建工程	6.32	10.88	42.53	73.52	74.11
无形资产	54.51	53.86	51.01	48.16	45.31
其他	32.32	35.13	29.61	25.09	20.87
非流动资产合计	701.72	686.25	707.90	748.09	756.13
资产总计	3,610.30	4,730.76	4,474.74	6,283.46	7,020.26
短期借款	450.00	295.00	376.92	409.25	1,010.20
应付票据及应付账款	656.97	1,175.11	809.44	1,775.22	1,575.78
其他	645.50	890.65	719.87	1,216.91	1,035.94
流动负债合计	1,752.47	2,360.76	1,906.23	3,401.38	3,621.92
长期借款	183.00	100.00	42.52	50.88	184.07
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.11	17.49	20.28	19.63	19.14
非流动负债合计	204.11	117.49	62.81	70.51	203.20
负债合计	1,956.58	2,478.25	1,969.04	3,471.89	3,825.13
少数股东权益	0.00	0.00	0.26	0.37	0.55
股本	672.00	772.00	772.00	772.00	772.00
资本公积	637.81	934.83	934.83	934.83	934.83
留存收益	981.72	1,480.51	1,733.44	2,039.19	2,422.58
其他	(637.81)	(934.83)	(934.83)	(934.83)	(934.83)
股东权益合计	1,653.72	2,252.51	2,505.70	2,811.56	3,195.13
负债和股东权益总	3,610.30	4,730.76	4,474.74	6,283.46	7,020.26

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	194.23	224.93	263.40	322.86	395.62
折旧摊销	46.49	46.47	32.83	35.28	37.75
财务费用	39.10	28.82	20.77	23.57	45.01
投资损失	(4.71)	(9.14)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(211.79)	(188.45)	(565.83)	(303.62)	(1,040.34)
其它	16.59	17.90	0.27	0.11	0.18
经营活动现金流	79.91	120.53	(253.56)	73.20	(566.78)
资本支出	43.21	27.40	57.21	80.65	50.49
长期投资	3.37	5.23	0.00	0.00	0.00
其他	(65.42)	(49.65)	(112.21)	(155.65)	(95.49)
投资活动现金流	(18.84)	(17.03)	(55.00)	(75.00)	(45.00)
债权融资	833.00	571.00	544.77	627.24	1,350.42
股权融资	(38.12)	370.54	(20.77)	(23.57)	(45.01)
其他	(889.84)	(852.64)	(581.48)	(561.89)	(639.47)
筹资活动现金流	(94.96)	88.90	(57.48)	41.78	665.93
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(33.89)	192.40	(366.03)	39.99	54.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,485.21	1,625.55	2,026.25	2,526.06	3,203.03
营业成本	741.75	877.19	1,091.82	1,369.27	1,735.12
营业税金及附加	3.69	3.50	4.05	5.05	6.41
营业费用	43.89	54.69	50.66	63.15	80.08
管理费用	452.01	105.76	121.57	151.56	192.18
研发费用	112.30	402.10	466.04	580.99	736.70
财务费用	38.12	26.48	20.77	23.57	45.01
资产减值损失	17.57	13.61	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.71	9.14	5.00	5.00	5.00
其他	(130.05)	(90.65)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营业利润	201.21	223.72	271.33	332.46	407.54
营业外收入	0.39	0.18	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.00	0.69	0.50	0.50	0.50
利润总额	201.60	223.22	271.83	332.96	408.04
所得税	7.37	(1.71)	8.16	9.99	12.24
净利润	194.23	224.93	263.68	322.97	395.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.27	0.11	0.18
归属于母公司净利润	194.23	224.93	263.40	322.86	395.62
每股收益(元)	0.25	0.29	0.34	0.42	0.51

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	6.87%	9.45%	24.65%	24.67%	26.80%
营业利润	21.75%	11.19%	21.28%	22.53%	22.58%
归属于母公司净利润	22.30%	15.80%	17.11%	22.57%	22.54%
获利能力					
毛利率	50.06%	46.04%	46.12%	45.79%	45.83%
净利率	13.08%	13.84%	13.00%	12.78%	12.35%
ROE	11.75%	9.99%	10.51%	11.48%	12.38%
ROIC	12.50%	11.76%	12.54%	12.08%	13.67%
偿债能力					
资产负债率	54.19%	52.39%	44.00%	55.25%	54.49%
净负债率	31.63%	1.90%	15.27%	15.12%	34.25%
流动比率	1.66	1.71	1.98	1.63	1.73
速动比率	0.87	0.91	0.80	0.76	0.73
营运能力					
应收账款周转率	1.42	1.20	1.43	1.39	1.39
存货周转率	1.05	0.99	0.98	0.97	0.98
总资产周转率	0.42	0.39	0.44	0.47	0.48
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.29	0.34	0.42	0.51
每股经营现金流	0.10	0.16	-0.33	0.09	-0.73
每股净资产	2.14	2.92	3.25	3.64	4.14
估值比率					
市盈率	79.89	68.99	58.91	48.06	39.22
市净率	9.38	6.89	6.19	5.52	4.86
EV/EBITDA	0.00	22.12	48.84	40.68	33.84
EV/EBIT	0.00	23.72	54.33	44.71	36.66

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com