

智能制造提质增效，兼具稳健和弹性的低估值品种

2018年05月11日

强烈推荐/维持

航天电器

事件点评

——航天电器（002025）跟踪报告

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：

公司近期观点更新。

观点：

军品占比高，2018年起订单恢复式增长将贡献边际弹性。公司军品收入占比高达70%左右，连接器和微特电机产品以配套弹箭星船机等产品为主，在航天和弹载领域市场份额第一。2018年受益于军工行业的订单恢复，以及导弹、卫星和航空等领域的快速增长，公司将充分享受行业红利，军品订单增速有望达20%以上。

盈利能力较强，国家级智能制造示范项目的实施将持续提质增效，净利率和毛利率已呈现拐点向上趋势。近五年公司的ROE水平始终维持在11%-12%左右，2017年向上突破至13.13%，毛利率36.23%更是终结了近8年连续下滑的趋势，首次反转向。我们认为，主要是得益于近年来公司大力实施国家级“精密电子元器件智能制造”示范项目，已实现多条自动化生产线，在运行自动化设备400多台，提质增效成果已逐步显现。

一季报下滑主要系ERP系统切换及下游客户确认制度改变带来的收入确认滞后，不改全年向好趋势。公司一季报营收4.8亿(-21.3%)，归母净利润0.65亿元(-7.3%)。我们判断，公司一季度收入下滑主要原因有二：

- 1、公司ERP-SAP完成系统切换并正式上线，目前正在开展PLM、MES、TIA系统测试联调。
- 2、订单同比增速或较快，但收入确认较慢，或为下游客户收入确认制度的改变。一季度毛利率49.20%环比增加10个百分点以上显示公司产品定价能力并未出现明显下滑，而存货3.99亿元(+24.5%)，创5年来新高，我们认为一季度没有确认的收入有望在二季度加速确认。

航天科工十院下属唯一上市公司平台，资产注入空间较大。十院辖有 18 个企业、7 个事业单位，2016 年实现收入超 120 亿元，净利润近 8 亿元，公司董事长张兆勇同时任十院院长、党委副书记，改革阻力相对较小，未来资产注入潜力较大。

结论：

目前仍是低估值首选标的，持续强烈推荐。不考虑外延，我们预计公司 2018-2020 年收入 30.6 亿元、36.3 亿元、43.7 亿元，归母净利润 3.63 亿元、4.35 亿元、5.24 亿元，对应目前股价 PE 29.6X/ 24.7X/ 20.5X。公司属于军工领域少数兼具高盈利能力、稳定成长性、且对军工行业具有较高弹性的品种，维持公司“强烈推荐”投资评级，六个月目标价 30 元。

风险提示：

业务竞争格局发生极大变化、军品订单不及预期、民品通讯领域业务的不确定性增加。

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	2993	3622	4744	5456	6172	营业收入	2256	2612	3058	3631	4376
货币资金	857	936	1756	1816	1844	营业成本	1454	1666	1963	2340	2829
应收账款	864	1233	1307	1634	1920	营业税金及附加	7	8	10	11	14
其他应收款	50	11	13	15	19	营业费用	61	98	107	123	144
预付款项	32	39	36	40	40	管理费用	418	467	531	623	744
存货	294	328	392	464	563	财务费用	-23	-13	-13	-18	-18
其他流动资产	4	10	12	19	25	资产减值损失	14.68	22.63	10.00	8.00	8.00
非流动资产合计	723	770	825	772	719	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.11	0.52	1.00	1.00	1.00
固定资产	500.15	491.84	521.14	469.60	418.06	营业利润	326	380	451	544	656
无形资产	87	87	202	204	207	营业外收入	16.77	13.18	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5.63	1.61	5.00	5.00	5.00
资产总计	3715	4392	5569	6228	6892	利润总额	337	391	456	549	661
流动负债合计	946	1377	1414	1745	2011	所得税	46	46	54	64	78
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	292	345	403	485	584
应付账款	627	815	891	1095	1304	少数股东损益	31	34	40	50	60
预收款项	16	12	5	-2	-11	归属母公司净利润	261	311	363	435	524
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	455	522	498	598	710
非流动负债合计	182	185	172	172	172	EPS (元)	0.61	0.73	0.85	1.01	1.22
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1128	1562	1586	1917	2183	成长能力					
少数股东权益	432	458	498	548	608	营业收入增长	20.44%	15.77%	17.07%	18.75%	20.49%
实收资本(或股	429	429	429	429	429	营业利润增长	14.64%	16.41%	18.87%	20.49%	20.65%
资本公积	422	422	1300	1300	1300	归属于母公司净利润	16.54%	19.74%	16.54%	19.74%	20.51%
未分配利润	944	1104	897	651	354	获利能力					
归属母公司股东	2155	2372	3440	3717	4055	毛利率(%)	35.54%	36.23%	35.80%	35.55%	35.35%
负债和所有者权	3715	4392	5569	6228	6892	净利率(%)	12.93%	13.22%	13.17%	13.34%	13.34%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
						2016A					
						2017A					
						2018E					
						2019E					
						2020E					
经营活动现金流	241	186	198	229	226	偿债能力					
净利润	292	345	403	485	584	资产负债率(%)	30%	36%	28%	31%	32%
折旧摊销	151.72	155.53	0.00	51.54	51.54	流动比率	2.63	3.36	3.13	3.07	
财务费用	-23	-13	-13	-18	-18	速动比率	2.39	3.08	2.86	2.79	
应收账款减少	0	0	-74	-326	-286	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-7	-7	-9	总资产周转率	0.65	0.64	0.61	0.62	0.67
投资活动现金流	-120	-71	-129	-30	-30	应收账款周转率	3	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.14	3.62	3.59	3.66	3.65
长期股权投资减	0	0	3	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	1	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.73	0.85	1.01	1.22
筹资活动现金流	-91	-112	752	-139	-168	每股净现金流(最新	0.07	0.01	1.91	0.14	0.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.02	5.53	8.02	8.66	9.45

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	41.05	34.30	29.60	24.72	20.51	
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	4.98	4.53	3.12	2.89	2.65	
现金净增加额	30	3	820	60	28	EV/EBITDA	21.75	18.79	18.03	14.93	12.53	

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

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

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。