

# 航天电器 (002025)

证券研究报告

2018年10月26日

## 归母扣非净利润同比+45%，各项指标共同指向业绩改善

### 事件：单季度营收与净利润增速超 45%，全年经营业绩目标可期

10月25日晚三季报发布，公司Q3营收7.92亿元，同比+49.86%，归母扣非净利润1.07亿元，同比+45.02%。从单季度口径来看，公司业绩得到了较大程度提高，我们预计，本次单季度业绩改善主要是军改影响逐渐消除、公司订单确认加速所致，在此背景下，公司全年的3.27-3.89亿元净利润目标（对应5%-25%增幅）可期。

### 各项报表项目共同指向业绩改善，A/B指标上行，望助推全年生产经营

从资产负债表和现金流量表项目来看，公司Q3存货为4.44亿元，同比+35.2%，主要由公司产品订单增加、物料采购适度加大所致；预收款项0.18亿元，同比+43.9%，主要由客户的预付款增加所致；应收账款22.88亿元，同比+85.5%，应收票据5.64亿元，较年初下降-47.0%，主要由营收同比增长显著、公司较多采用商业票据背书转让方式与供应商结算货款所致。此外，经营活动产生的现金流量净额为-1.79亿元，同比-731.32%，主要是公司货款回笼低于预期，同时适度加大了产品订单生产所需物料采购，材料采购、外协加工费等支付的现金相应增加所致。

我们计算了2018年第三季度的A/B指标，两指标分别从一定程度上代表公司未来的营收情况与现金流量情况，其中A指标总额为24.22亿元，同比+13.1%，全年公司营收望稳健上行；B指标总额28.53亿元，同比+24.1%，预计随着客户还款在年末持续推进，公司全年经营性现金流望改善。我们认为，公司的生产经营活动现已全面展开，进而对现金流有一定影响，但整体业绩已进入显著改善，预计全年生产将持续向好。

### 贵州、苏州林泉整合后协同性望快速提升，可受益航天业景气上行

贵州林泉是公司持股53.6%的子公司，主营电机、二次电源、遥测遥控设备、伺服控制系统，18H1营收3.77亿元，净利润61.69万元（主要受苏州林泉未弥补亏损影响）。贵州、苏州林泉合并事宜于10月12日公告，已完成工商变更登记，贵州林泉注册资本增至4.2亿元，预计将促进公司军民电机业务协同，市场竞争力、经营效益望快速提升。据航天科技集团，我国上半年航天发射已达18次，和全年18次发射次数相同；根据央视，今年航天科技集团计划实施35次发射，同比+94.44%，航天业景气周期已至，电机板块望受益行业增长、加快订单确认，实现年度收入与利润放量。

### 光通信器件领先企业，技术储备充分，19-20年通讯板块望获益5G发展

根据工业和信息化部规划，预计5G将于2019年实现预商用，2020年有望实现全面商用。公司是光通信器件行业领先企业，据年报，17年板块营收1.02亿元，16-17年研发投入占总收入比重均在9%以上，技术储备充分，天线、高频等光通信等细分板块未来有望充分受益5G行业发展。

**盈利预测与评级：**维持先前对公司业绩预测的判断，2018-2020年收入30.43\37.13\48.83亿元，净利润3.58\4.14\5.10亿元，EPS 0.83\0.97\1.19元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**应收账款回款延后带来现金流压力，5G行业发展不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,256.40	2,612.13	3,043.19	3,713.06	4,882.64
增长率(%)	20.44	15.77	16.50	22.01	31.50
EBITDA(百万元)	374.41	427.87	472.42	554.70	683.83
净利润(百万元)	261.07	311.39	357.75	414.15	510.00
增长率(%)	11.90	19.28	14.89	15.77	23.14
EPS(元/股)	0.61	0.73	0.83	0.97	1.19
市盈率(P/E)	41.76	35.01	30.47	26.32	21.37
市净率(P/B)	5.06	4.60	4.27	3.87	3.47
市销率(P/S)	4.83	4.17	3.58	2.94	2.23
EV/EBITDA	27.55	21.35	22.76	18.61	16.57

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/电子制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.41元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	429.00
流通A股股本(百万股)	428.90
A股总市值(百万元)	10,900.89
流通A股市值(百万元)	10,898.32
每股净资产(元)	6.06
资产负债率(%)	35.32
一年内最高/最低(元)	28.99/18.92

### 作者

**潘暕** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

**邹润芳** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

### 股价走势



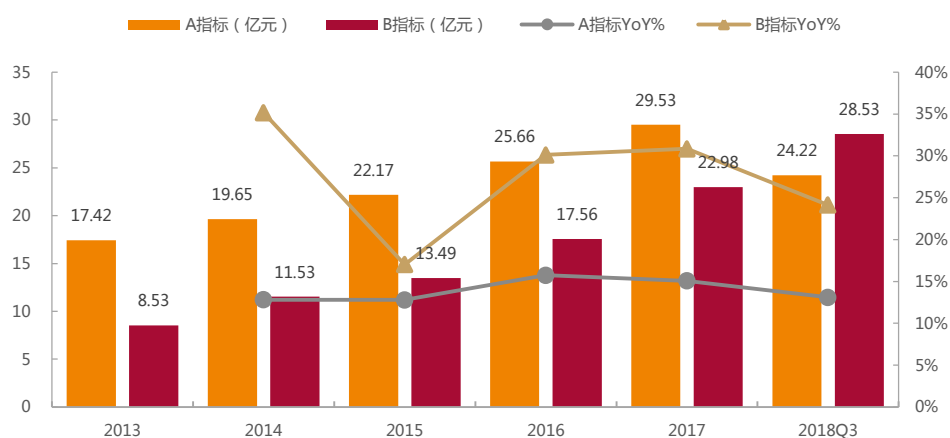
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《航天电器-半年报点评:Q2 归母净利润+16.6%，未来指标优化明显，全年业绩可期》2018-08-21
- 《航天电器-公司点评:军品放量周期已至，通信板块望获新增长点》2018-07-18
- 《航天电器-半年报点评:研发投入夯实壁垒，产品军转民持续稳健增长》2017-08-21



图 1: 2013-2018Q3 航天电器 A/B 指标变化情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	857.20	935.64	583.95	1,062.10	390.61
应收账款	914.16	1,244.46	1,116.64	1,580.13	1,966.10
预付账款	31.77	39.22	104.33	31.39	155.22
存货	293.79	328.12	535.46	466.83	962.07
其他	895.66	1,074.23	1,027.75	1,609.40	1,889.52
<b>流动资产合计</b>	<b>2,992.58</b>	<b>3,621.67</b>	<b>3,368.13</b>	<b>4,749.85</b>	<b>5,363.53</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	500.15	491.84	520.35	555.04	580.43
在建工程	22.15	80.85	84.51	98.70	89.22
无形资产	86.66	87.31	78.63	69.95	61.27
其他	113.54	110.36	101.73	97.26	92.07
<b>非流动资产合计</b>	<b>722.51</b>	<b>770.35</b>	<b>785.22</b>	<b>820.95</b>	<b>822.99</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,715.08</b>	<b>4,392.02</b>	<b>4,153.35</b>	<b>5,570.80</b>	<b>6,186.52</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	254.42
应付账款	674.68	887.67	706.85	1,365.01	1,458.03
其他	271.64	489.60	220.91	669.87	535.74
<b>流动负债合计</b>	<b>946.32</b>	<b>1,377.27</b>	<b>927.76</b>	<b>2,034.87</b>	<b>2,248.19</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	20.90
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	181.72	184.83	176.30	180.95	180.69
<b>非流动负债合计</b>	<b>181.72</b>	<b>184.83</b>	<b>176.30</b>	<b>180.95</b>	<b>201.59</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,128.04</b>	<b>1,562.10</b>	<b>1,104.06</b>	<b>2,215.82</b>	<b>2,449.78</b>
少数股东权益	432.01	457.90	495.36	541.15	596.33
股本	429.00	429.00	429.00	429.00	429.00
资本公积	422.47	422.47	422.47	422.47	422.47
留存收益	1,692.57	1,896.71	2,124.93	2,384.84	2,711.42
其他	(389.01)	(376.15)	(422.47)	(422.47)	(422.47)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,587.04</b>	<b>2,829.92</b>	<b>3,049.29</b>	<b>3,354.98</b>	<b>3,736.74</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,715.08</b>	<b>4,392.02</b>	<b>4,153.35</b>	<b>5,570.80</b>	<b>6,186.52</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	291.81	345.43	357.75	414.15	510.00
折旧摊销	78.02	82.51	36.51	39.80	42.77
财务费用	(19.17)	(17.14)	(14.53)	(15.73)	(13.89)
投资损失	(2.11)	(0.52)	(1.83)	(1.83)	(1.83)
营运资金变动	(101.35)	(234.63)	(547.59)	212.64	(1,321.31)
其它	(6.04)	10.08	39.43	46.56	56.43
<b>经营活动现金流</b>	<b>241.17</b>	<b>185.73</b>	<b>(130.26)</b>	<b>695.58</b>	<b>(727.81)</b>
资本支出	147.18	124.78	68.53	75.35	50.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(267.33)	(195.39)	(126.71)	(153.52)	(98.43)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(120.14)</b>	<b>(70.61)</b>	<b>(58.17)</b>	<b>(78.17)</b>	<b>(48.17)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	275.32
股权融资	32.53	26.46	(31.55)	16.00	14.13
其他	(123.56)	(138.87)	(131.71)	(155.26)	(184.94)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(91.04)</b>	<b>(112.42)</b>	<b>(163.26)</b>	<b>(139.26)</b>	<b>104.50</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>29.99</b>	<b>2.71</b>	<b>(351.69)</b>	<b>478.15</b>	<b>(671.49)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,256.40</b>	<b>2,612.13</b>	<b>3,043.19</b>	<b>3,713.06</b>	<b>4,882.64</b>
营业成本	1,454.43	1,665.71	1,917.21	2,413.49	3,222.54
营业税金及附加	7.42	8.48	10.65	13.00	24.41
营业费用	61.49	98.28	92.51	141.84	195.31
管理费用	417.64	466.55	570.60	612.65	781.22
财务费用	(23.41)	(13.39)	(14.53)	(15.73)	(13.89)
资产减值损失	14.68	22.63	18.13	19.00	19.92
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.11	0.52	1.83	1.83	1.83
其他	(4.21)	(16.45)	(3.65)	(3.65)	(3.65)
<b>营业利润</b>	<b>326.27</b>	<b>379.80</b>	<b>450.44</b>	<b>530.64</b>	<b>654.95</b>
营业外收入	16.77	13.18	15.00	14.99	14.39
营业外支出	5.63	1.61	3.61	3.62	2.95
<b>利润总额</b>	<b>337.41</b>	<b>391.38</b>	<b>461.84</b>	<b>542.01</b>	<b>666.39</b>
所得税	45.60	45.94	64.66	81.30	99.96
<b>净利润</b>	<b>291.81</b>	<b>345.43</b>	<b>397.18</b>	<b>460.71</b>	<b>566.43</b>
少数股东损益	30.75	34.04	39.43	46.56	56.43
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>261.07</b>	<b>311.39</b>	<b>357.75</b>	<b>414.15</b>	<b>510.00</b>
每股收益(元)	0.61	0.73	0.83	0.97	1.19

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	20.44%	15.77%	16.50%	22.01%	31.50%
营业利润	14.64%	16.41%	18.60%	17.80%	23.43%
归属于母公司净利润	11.90%	19.28%	14.89%	15.77%	23.14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.54%	36.23%	37.00%	35.00%	34.00%
净利率	11.57%	11.92%	11.76%	11.15%	10.45%
ROE	12.11%	13.13%	14.01%	14.72%	16.24%
ROIC	18.14%	19.49%	20.52%	18.19%	24.34%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.36%	35.57%	26.58%	39.78%	39.60%
净负债率	3.22%	9.57%	20.54%	15.50%	30.88%
流动比率	3.16	2.63	3.63	2.33	2.39
速动比率	2.85	2.39	3.05	2.10	1.96
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.69	2.42	2.58	2.75	2.75
存货周转率	7.35	8.40	7.05	7.41	6.83
总资产周转率	0.65	0.64	0.71	0.76	0.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.61	0.73	0.83	0.97	1.19
每股经营现金流	0.56	0.43	-0.30	1.62	-1.70
每股净资产	5.02	5.53	5.95	6.56	7.32
<b>估值比率</b>					
市盈率	41.76	35.01	30.47	26.32	21.37
市净率	5.06	4.60	4.27	3.87	3.47
EV/EBITDA	27.55	21.35	22.76	18.61	16.57
EV/EBIT	34.06	26.03	24.67	20.05	17.68

### 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