



预付款改善消除疑虑，业务具备可持续增长动力

2019年03月06日

强烈推荐/维持

凯乐科技

事件点评

——凯乐科技（600260）事件点评

姓名	分析师 陆洲 Email: luzhou@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480517080001 Tel: 010-66554142
	分析师 王习 Email: wangxi@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480518010001 Tel: 010-66554034
姓名	研究助理 张卓琦 Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480117080010 Tel: 010-66554018

事件：

3月4日，公司与专网通信业务主要供应商协商签订了《关于调整专网通信物资及元器配件采购款支付方式的协议》，将原签订合同后一周内支付100%采购款的支付方式，调整为签订合同后一周内支付30%采购款的支付方式。

观点：

➤ 预付账款改善消除疑虑，预收账款较多显示订单饱满。

公司在公告中表示，原签订合同后一周内支付100%采购款的支付方式，现调整为签订合同后一周内支付30%采购款的支付方式。具体为：签订采购合同后，一周内支付采购预付款30%；产品交付验收合格后支付65%；公司向下游客户交付货物后5个工作日内支付质保金5%。我们认为，专网通信物资及元器配件采购款支付方式的调整，将提高资金使用效率，对提升公司盈利能力有积极作用。

从2016年起，公司预付账款增长较快，我们认为主要原因或为公司供应商要求的预付款比例较高所致，公司未来的预付账款比例或将显著下降，回款能力方面的疑虑有望消除：1.公司2018年三季度预收账款环比已出现下滑；2.公司经营活动取得的现金流量净额从今年年初开始已大幅改善；3.公司今年10月公告已取得军工四证，意味着将具备直接供应能力和一定的议价能力，预付款比例会显著下降，同时公司未来毛利率有提升且客户有望得到拓展。2017年末，公司后端加工业务收到的预收款37.6亿元，多环节制造业务收到的预收款5.1亿元，预收账款较多显示订单饱满。

➤ 可持续订单支撑公司未来业绩稳定增长，高毛利率产品占比或提升。

公司目前生产的专网通信产品主要有星状网络数据链通信机、小型数据链终端、智能自主网数据通信台站等17种。2018年上半年，公司签订专网通信设备订单合同总含税金额为人民币105亿元。我们认为公司未来收入结构会发生较大变化，毛利率相对较高的专网通信产品多环节生产制造业务订单占比会提升，而毛利率相对较低的专网通信产品后端加工业务占比会下降。

➤ 市场占有率较大，具备产业布局优势和规模优势。

目前专网通信业务同行业竞争对手包括七一二、海能达、中利集团等上市公司。其中，七一二主营产品为专网无线通信终端，海能达主营产品为专业无线通信行业（终端+系统），中利集团主营产品为特种通讯设备（智能通讯自主网设备）。公司2017年销售收入超过150亿元，体量领先于竞争对手。通过多年来的布局，公司得以形成在专网通信领域，特别是在军用专网通信领域的完整产业链。

➤ 量子通信产业化可期，军民融合技术优势明显。

公司量子通信业务方面主要从事量子通信技术在数据链产品，及专网通信产品的产业化应用。公司联合北京中创为量子通信技术有限公司作为技术合作方组成项目技术团队共同开展量子通信数据链产品的技术研发，目前已共同研发出多种基于量子保密通信技术的数据链产品实验室原型机，后续的工作主要是进一步完善产品设计和工艺设计并将之标准化、工业化和规模化的生产。

➤ **股权激励绑定管理层利益，回购股份彰显信心。**

公司5月初发布限制性股票激励计划（草案），我们认为，一方面，股权激励可以充分调动公司管理层及核心技术员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益捆绑，使各方共同关注公司的可持续发展；另一方面，考虑到限制性股票的授予价格不得低于公告前1个交易日公司股票交易均价的50%以及公告前20个交易日公司股票交易均价的50%，限制性股票计划的发布令压制股价上涨的一大因素解除。同时公司也于今年10月份公告，拟以不超过每股30.00元/股的价格回购公司股份，回购金额不低3亿元，不超过6亿元。本次回购的股份计划用于公司员工持股计划或股权激励计划，回购计划彰显公司对未来前景的信心。

结论：

我们认为，此次预付款比例调整将消除资本市场疑虑，公司作为军工数据链龙头，军民两用专网市场空间广阔，同时未来量子通信业务产业化可期，我们预测公司2018年~2020年EPS分别为1.80元、2.35元、3.08元，对应PE分别为12X、9X、7X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：专网后端加工业务市场竞争激烈；需要持续适应客户对产品更新迭代要求；量子通信业务经营风险。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
流动资产合计	11239	15696	34884	37824	40993	营业收入	8421	15138	16728	18735	20796			
货币资金	654	739	18401	20609	22876	营业成本	7570	13386	14219	15269	16845			
应收账款	848	773	854	957	1062	营业税金及附加	22	40	44	50	55			
其他应收款	149	262	290	325	360	营业费用	107	132	146	163	190			
预付款项	6219	9722	9864	10016	10185	管理费用	214	278	308	344	382			
存货	2649	2833	3992	4287	4730	财务费用	234	433	646	1115	1160			
其他流动资产	326	379	392	408	424	资产减值损失	25.31	29.57	25.05	26.64	27.09			
非流动资产合计	2666	2922	3139	3415	3474	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	269	254	254	254	254	投资净收益	12.15	4.75	4.75	4.75	4.75			
固定资产	767.78	865.32	1102.09	1379.84	1232.59	营业利润	261	848	1345	1772	2141			
无形资产	150	131	241	240	239	营业外收入	12.81	82.40	33.14	33.14	33.14			
其他非流动资产	1	84	0	0	0	营业外支出	1.75	9.06	50.00	50.00	50.00			
资产总计	13905	18618	38023	41239	44467	利润总额	272	921	1328	1755	2124			
流动负债合计	8742	11937	30281	31918	34211	所得税	26	115	165	219	265			
短期借款	2299	3289	20925	21661	22895	净利润	246	806	1163	1536	1860			
应付账款	481	583	611	656	723	少数股东损益	64	67	44	58	56			
预收款项	4267	4508	5177	5926	6758	归属母公司净利润	182	740	1119	1478	1803			
一年内到期的非流	292	226	226	226	226	EBITDA	715	1482	2113	3058	3472			
非流动负债合计	1805	1562	1150	1950	1950	EPS (元)	0.27	1.08	1.80	2.35	3.08			
长期借款	395	338	1138	1938	1938	主要财务比率								
应付债券	1391	1195	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
负债合计	10547	13499	31432	33868	36161	成长能力								
少数股东权益	373	416	460	518	575	营业收入增长	160.69%	79.78%	10.50%	12.00%	11.00%			
实收资本(或股本)	667	709	715	715	715	营业利润增长	100.74%	224.71	58.64%	31.74%	20.84%			
资本公积	1171	2111	2989	2989	2989	归属于母公司净利润	51.30%	32.11%	51.30%	32.11%	22.00%			
未分配利润	865	1502	1479	1449	1412	盈利能力								
归属母公司股东权	2985	4702	6127	6848	7727	毛利率 (%)	10.10%	11.58%	15.00%	18.50%	19.00%			
负债和所有者权	13905	18618	38023	41239	44467	净利率 (%)	2.92%	5.33%	6.95%	8.20%	8.94%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	2.91%	1.31%	3.97%	2.94%	3.58%			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	6.10%	15.73%	18.26%	21.59%	23.34%			
经营活动现金流	-1639	157	1190	3038	3393	偿债能力								
净利润	246	806	1163	1536	1860	资产负债率 (%)	76%	73%	83%	82%	81%			
折旧摊销	220.13	201.32	0.00	147.25	147.25	流动比率	1.29	1.31	1.15	1.19	1.20			
财务费用	234	433	646	1115	1160	速动比率	0.98	1.08	1.02	1.05	1.06			
应付帐款的变化	0	0	-81	-103	-105	营运能力								
预收帐款的变化	0	0	669	749	832	总资产周转率	0.78	0.93	0.59	0.47	0.49			
投资活动现金流	-349	-246	-360	-493	-276	应收账款周转率	11	19	21	21	21			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	21.47	28.46	28.03	29.59	30.16			
长期股权投资减少	0	0	201	0	0	每股指标 (元)								
投资收益	12	5	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.27	1.08	1.57	2.07	2.52			
筹资活动现金流	2010	279	16832	-337	-850	每股净现金流(最新)	0.03	0.27	24.71	3.09	3.17			
应付债券增加	0	0	-1195	0	0	每股净资产(最新摊	4.48	6.63	8.57	9.58	10.81			
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率								
普通股增加	0	42	6	0	0	P/E	82.26	20.56	12.34	9.45	7.21			
资本公积增加	-1	940	878	0	0	P/B	4.18	2.82	2.18	1.95	1.73			
现金净增加额	22	190	17662	2208	2267	EV/EBITDA	22.67	11.86	8.17	5.43	4.48			

资料来源：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，需注明出自为东兴证券研究所，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：

看高：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。