

证券研究报告

公司研究——年报点评

航天电子（600879.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2018.12.21

李勇鹏 行业分析师

执业编号：S1500517110001

联系电话：+86 10 83326846

邮箱：liyongpeng@cindasc.com

相关研究

《航天电子首次覆盖报告：航天电子产品配套企业，核心产品具有垄断性技术优势》18.12

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

航天电子年报点评：普利门亏损及跌价计提拖累业绩，关注九院资产整合动作

2019年04月09日

事件：2019年4月4日航天电子发布2018年年报，实现营业收入135.30亿元，同比增3.65%；实现归属母公司股东净利润4.57亿元，同比降12.98%；实现扣非后归母净利润4.03亿，同比-15.94%。基本每股收益0.168元，同比-13.85%。公司2019年经营目标力争实现销售收入146亿元。

点评：

- **营收微增，普利门经营亏损及存货跌价准备计提影响利润增长。**公司18年实现收入135.30亿，同比增3.65%；归母净利润4.57亿元，同比降12.98%，归母净利润减少主要原因是子公司普利门经营亏损5000.14万元、导航监控产品及普利门公司测斜仪产品市场售价大幅下降计提存货跌价准备7085.60万元所致，公司2016年、2017年存货跌价损失分别为1854.9万元、264.9万元，2018年此项达7106.6万元，较近两年计提金额大幅增加。我们预计2018年对普利门计提已经较为充分，后续普利门对公司业绩影响将会相对减弱。
- **航天军用产品收入增速微降0.62%，民用产品收入保持相对较高增速，惯性导航业务及电缆业务收入增速表现相对突出。**2018年公司航天军用产品收入81.78亿，同比降0.62%，根据地域收入及子公司收入等大致拆分各业务板块收入情况，公司航天军用产品收入较前下滑或主要受遥测测控业务、机电产品（主要为电连接器）业务收入下滑所致，公司惯性导航业务仍然保持相对稳定增速，我们拆分估计公司航天机电产品、航天惯导产品、航天遥测测控业务三大板块收入增速分别为-3.5%、7.8%、-7.3%，惯导业务中主要是时代光电公司收入增速有所下降，惯导业务板块所属其余子公司收入估计均实现10%以上增长。民用产品收入增长14.33%，主要受电缆业务收入增速实现较快增长影响，估计电缆业务收入增速达13.2%，较上年10%收入有一定增长。
- **毛利率稳中有升，四费（含研发费用）同比增7.8%，资产减值等影响净利率显著下滑。整体毛利率17.62%，较上年基本保持平稳略有提升。**航天军用产品收入虽微降，但毛利率有较明显提升，18年军用产品毛利率22.02%，较上年提升0.44pct；民用产品毛利率同样有所提升，主要原因我们认为是电缆业务结构升级毛利率提升带动所致。公司四费（含研发费用）同比增长7.8%，主要原因是管理费用及财务费用增加，公司本期管理费用占比6.52%，较上年同期增加0.35pct，本期财务费用占比1.47%，较上期增加0.19pct。
- **回款情况向好，报告期经营活动现金流改善明显。**报告期内公司加大催收力度，销售回款明显向好，经营性现金流-1.03亿，较前两年报告期明显改善。公司应收票据及应收账款合计占资产百分比30.12%，较上年32.46%有所下降。

- **航天科技集团旗下航天电子技术整合平台，同时也是航天九院资产证券化平台。**公司是航天科技集团九院旗下上市公司，航天九院是航天电子科技集团航天电子技术专业整合平台，为我国航天系统导航制导、测量控制、集成电路等多种核心单机研制和配套单位。历经多次资产整合，航天九院经营性资产已基本纳入公司体内。公司是航天九院资产证券化平台，同时也是航天科技集团旗下一个重要的专业技术方向资产的证券化平台。随着央企混改、军工科研院所改制不断推进，公司作为航天科技集团航天电子技术专业的资产证券化平台地位将愈加重要。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2019-2021 年摊薄每股收益分别为 0.20 元、0.23 元、0.26 元。对应动态市盈率（股价 7.32 元）分别为 36、31 和 28 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**宇航发射数量不及预期，军品采购进度不及预期；电线电缆业务转型升级不及预期；无人机、精确制导炸弹市场开拓不及预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	13,054.29	13,530.15	14,987.08	16,466.55	18,073.74
增长率 YoY %	13.0%	3.6%	10.8%	9.9%	9.8%
归属母公司净利润(百万元)	524.91	456.75	553.13	633.29	701.82
增长率 YoY%	9.73%	-12.98%	21.10%	14.49%	10.82%
毛利率%	17.51%	17.62%	17.62%	18.19%	18.18%
净资产收益率 ROE%	5.2%	3.9%	4.6%	5.0%	5.2%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.17	0.20	0.23	0.26
市盈率 P/E(倍)	37.92	43.58	35.99	31.43	28.36
市净率 P/B(倍)	1.75	1.68	1.60	1.52	1.45

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 4 月 8 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	16,799.88	20,032.07	21,155.68	23,444.94	25,593.64
货币资金	963.89	1,644.64	2,060.27	2,260.87	2,329.22
应收票据	1,019.79	1,659.26	1,498.71	1,833.01	1,909.64
应收账款	6,237.92	6,127.35	6,792.14	7,596.08	8,237.82
预付账款	1,389.64	2,302.98	1,933.92	2,210.64	2,599.57
存货	7,007.25	8,070.15	8,642.95	9,316.65	10,289.69
其他	181.39	227.70	227.70	227.70	227.70
非流动资产	5,560.47	5,821.00	6,217.35	6,453.39	6,500.27
长期股权投资	5.38	3.06	3.06	3.06	3.06
固定资产(合计)	3,892.71	3,888.07	4,369.69	4,700.46	4,838.90
无形资产	734.51	626.09	611.69	606.55	589.03
其他	927.87	1,303.78	1,232.91	1,143.32	1,069.28
资产总计	22,360.35	25,853.07	27,373.03	29,898.33	32,093.91
流动负债	10,131.43	13,122.09	14,057.90	15,914.38	17,368.78
短期借款	3,552.13	4,778.00	5,778.00	6,778.00	7,278.00
应付票据	1,221.42	1,938.99	1,699.88	1,908.73	2,234.67
应付账款	3,653.10	3,980.23	4,118.50	4,624.74	5,096.92
其他	1,704.78	2,424.87	2,461.51	2,602.90	2,759.18
非流动负债	636.74	268.72	268.72	268.72	268.72
长期借款	300.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	336.74	268.72	268.72	268.72	268.72
负债合计	10,768.17	13,390.82	14,326.62	16,183.11	17,637.50
少数股东权益	201.77	586.43	617.46	652.99	692.36
归属母公司股东权益	11,390.42	11,875.82	12,428.95	13,062.23	13,764.05
负债和股东权益	22,360.35	25,853.07	27,373.03	29,898.33	32,093.91

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,054.29	13,530.15	14,987.08	16,466.55	18,073.74
同比(%)	13.0%	3.6%	10.8%	9.9%	9.8%
归属母公司净利润	524.91	456.75	553.13	633.29	701.82
同比(%)	9.73%	-12.98%	21.10%	14.49%	10.82%
毛利率(%)	17.51%	17.62%	17.62%	18.19%	18.18%
ROE%	5.2%	3.9%	4.6%	5.0%	5.2%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.17	0.20	0.23	0.26
P/E	37.92	43.58	35.99	31.43	28.36
P/B	1.75	1.68	1.60	1.52	1.45
EV/EBITDA	20.31	20.44	18.93	17.18	15.98

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,054.29	13,530.15	14,987.08	16,466.55	18,073.74
营业成本	10,767.90	11,145.64	12,347.07	13,471.04	14,788.22
营业税金及附加	48.79	45.51	50.34	57.41	61.50
销售费用	231.92	227.84	259.58	285.01	310.07
管理费用	1,178.51	882.41	981.65	1,076.91	1,165.76
研发费用	0.00	391.17	433.13	477.53	524.14
财务费用	167.11	198.95	215.50	266.53	291.86
减值损失合计	66.94	99.10	85.36	97.55	112.55
投资净收益	-4.54	-4.35	-2.66	-3.85	-3.62
其他	44.79	57.09	51.54	54.31	52.93
营业利润	633.36	592.27	663.34	785.03	868.94
营业外收支	8.82	10.47	30.28	16.52	19.09
利润总额	642.18	602.74	693.62	801.55	888.03
所得税	106.81	104.07	109.46	132.74	146.84
净利润	535.38	498.66	584.16	668.81	741.19
少数股东损益	10.47	41.91	31.03	35.53	39.37
归属母公司净利润	524.91	456.75	553.13	633.29	701.82
EBITDA	1,169.90	1,222.01	1,372.33	1,570.75	1,720.12
EPS(当年)(元)	0.19	0.17	0.20	0.23	0.26

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-522.56	-103.39	480.64	194.27	433.26
净利润	535.38	498.66	584.16	668.81	741.19
折旧摊销	363.18	420.63	425.37	476.41	499.54
财务费用	164.53	198.64	253.34	292.78	332.55
投资损失	4.54	4.35	2.66	3.85	3.62
营运资金变动	-1,653.24	-1,319.58	-857.54	-1,329.72	-1,238.50
其它	63.05	93.91	72.65	82.13	94.86
投资活动现金流	-615.28	-651.84	-811.67	-700.89	-532.35
资本支出	-616.33	-653.63	-809.01	-697.04	-528.73
长期投资	1.14	0.00	-2.66	-3.85	-3.62
其他	-0.08	1.80	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,167.55	1,340.78	746.66	707.22	167.45
吸收投资	2,224.06	358.67	0.00	0.00	0.00
借款	-826.00	1,225.87	1,000.00	1,000.00	500.00
支付利息或股息	171.94	206.84	253.34	292.78	332.55
现金流净增加额	29.04	586.44	415.63	200.60	68.35

研究团队简介

李勇鹏，军工行业首席分析师。毕业于北京理工大学固体力学系，先后于中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院就职近7年，从事民用飞机设计、航天运输系统领域规划、项目预先研究及技术攻关等工作，曾参与 C919、庞巴迪 C 系列等民用客机设计，以及航天领域多项重大工程研究攻关。2015 年 9 月至 2017 年 8 月就职于民生证券，从事机械行业研究。2017 年 9 月加入信达证券从事军工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。