

民品打开成长空间，费用管控助力业绩平稳增长

核心观点：

1. 事件

公司发布2019年半年报，营收16.19亿元，同比增长38.56%，归母净利1.87亿元，同比增长19.17%，扣非归母净利1.74亿元，同比增长18.17%，EPS为0.44元。

2. 我们的分析与判断

(一) 加大费用管控力度，业绩保持平稳增长

2019H1公司营业收入和归母净利润同比分别增长38.56%、19.17%，业绩基本符合预期。

营业收入大幅增长主要系：1) 公司加大产品推广、产能提升力度，主要业务板块订货、营业收入实现较快增长；2) 子公司广东华旗自2019年3月起并表，3月-6月实现营业收入7977.27万元。剔除广东华旗的影响，公司在2019H1内生营收为15.39亿元，同比增长31.67%。

归母净利润方面，由于盈利水平低的民品收入占比上升以及主导产品生产所需的贵金属、特种化工材料供货价格上涨，公司综合毛利率下降至34.69%（同比-6.38pct），导致归母净利润增速低于营收增速；但由于公司加大费用管控力度，相关费用压减达到公司预期目标，销售费用、管理费用和财务费用分别同比增长仅-2.32%、0.14%、18.71%，保障公司利润依然能够保持平稳增长。

存货方面，2019H1公司存货为5.00亿元，较年初增长35.31%，同比增长19.04%，我们认为，剔除广东华旗并表因素外，主要原因是2019H1公司订单较好，为保障产品及时交付，适度增加客户订单生产所需的物料所致。另外，2019H1公司加大对光电、高速互连、新能源互连、传输一体化和精密微特电机新产品、新工艺的研发投入，研发费用同比增长24.63%，上升至1.21亿元。两个前瞻性指标均清楚显示，公司业绩稳定增长的持续性良好。

(二) 背靠科工集团，军品市场需求稳定

军品领域，公司70%以上的产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户，基本覆盖全部军工装备领域。且公司背靠航天科工集团，在军工领域深耕多年，具备高技术壁垒，拥有稳定的客户资源。短期内，公司将受益于军改影响的逐渐消除以及实战化训练需求不断上升；中长期来看，国防装备信息化水平不断提高、国产化替代步伐加快，高端电子元器件需求不断增长，公司有望率先受益，业绩保持持续增长可期。

航天电器 (002025.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李良

☎: 010-66568330

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515090001

联系人:

周义

☎: 010-66568330

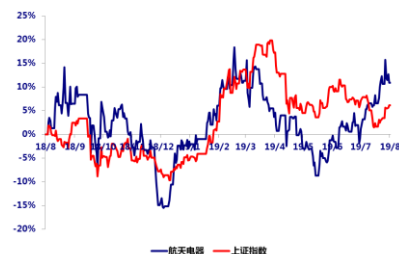
✉: zhouyi_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2019/8/23

A股收盘价(元)	27.85
A股一年内最高价(元)	30.20
A股一年内最低价(元)	20.40
上证指数	2897.43
市盈率(2019)	27.32
总股本(万股)	42900.00
实际流通A股(万股)	42889.88
限售的流通A股(万股)	10.12
流通A股市值(亿元)	119.45

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

（三）设立广东华旗，拓展民品业务发展空间

公司上半年营收快速增长部分原因是自 2019 年 3 月起，与东莞扬明合资新设的广东华旗并表。公司多年来已在智能化制造、军工高端领域积累了一定优势，此次迈开外延并购步伐，将借助自身在技术、品牌、营销渠道等方面的优势，结合东莞扬明精密模具、精密零件制造能力，打造民用连接器研制生产基地，拓展公司民品业务发展空间。加速珠三角地区产业布局的同时，也为未来抓住 5G 建设机遇奠定基础，扩大产业规模，增强公司盈利能力。

（四）科工十院唯一上市平台，优质资产注入预期较强

公司是航天科工十院旗下唯一上市公司，平台地位明确。2019 年 6 月国资委印发《授权放权清单》，松绑央企股权激励及资本运作。目前，航天科工集团资产证券化率较低，尚不足 25%，提升空间较大。十院内装备制造、电子信息产业资产丰富，公司未来有望获得优质资产注入，进一步增强公司竞争力。

3. 投资建议

预计公司 2019 年至 2021 年归母净利分别为 4.37 亿、5.40 亿和 6.44 亿，EPS 为 1.02 元、1.26 元和 1.50 元，当前股价对应 PE 为 27x、22x 和 19x。

参照行业可比公司，公司估值优势较为明显，业绩持续增长可期，作为航天科工十院旗下唯一上市平台，资产注入预期较强，维持“推荐”评级。

风险提示：军品采购进度不及预期，民品竞争大幅加剧的风险。

主要财务指标预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营收(单位:百万元)	2834	3554	4310	5162
同比(%)	8.5%	25.40%	21.28%	19.77%
净利润(单位:百万元)	359	437	540	644
同比(%)	15.27%	21.84%	23.36%	19.41%
EPS(单位:元)	0.84	1.02	1.26	1.50
P/E	34.74	27.32	22.15	18.55

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

可比上市公司估值 2019/8/23

代码	简称	PE		
		2019E	2020E	2021E
002179.SZ	中航光电	36.01	28.99	23.90
600372.SH	中航电子	42.54	36.67	32.91
600879.SH	航天电子	32.23	27.92	23.93
002025.SZ	航天电器	27.32	22.15	18.55
平均值(剔除公司)		36.93	31.19	26.91

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李良，军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：航发动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航机电（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、中国动力（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn