

证券研究报告

公司研究——中报点评

四创电子（600990.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2019.05.08

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

《强者恒强，国内雷达龙头军民业务齐发力》18.04

《业绩符合预期，子公司业绩增长强劲》18.05

《20180828【信达军工】四创电子中报点评：雷达回暖机动保障装备增长加速，毛利率下滑属短期因素》18.08

《【信达军工】四创电子事项点评：中标6.37亿合肥“雪亮工程”建设项目，平安城市业务恢复增长》18.10

《【信达军工】四创电子2018年报点评：航管、气象雷达收入大增，智慧产业异地扩张，关注未来资本运作节奏》19.04

《20190508【信达军工】四创电子1季报点评：毛利率回升、母公司收入大增，业务复苏迹象延续》19.05

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

拆解结构性变化，重视母公司雷达高增长+毛利率改善趋势

2019年08月26日

事件：2019年8月24日四创电子发布2019年中报，实现营业收入9.98亿元，同比降14.98%；实现归属母净利润-0.48亿元（较上年同期亏损扩大0.11亿元）；实现扣非后归母净利润-0.57亿元。公司业绩符合预期，结构性变化更需要重视。

点评：

- **我们建议关注公司收入结构反映出的积极变化及毛利率趋势性改善可能性。**
- **中报营收同比下降14.98%或因博微长安雷达收入及公共安全收入确认下降，母公司雷达业务延续1季度高增长趋势，增速或超50%。**我们认为收入下降不需过度担忧，公司收入结构变化预示更值得重视的趋势！通过拆分母公司各项产品收入（雷达、通信射频、公共安全产品、能源系统）及子公司各项产品收入（博微长安警戒雷达、博微长安机动保障装备、华耀电源业务），我们认为公司上半年收入变化主要有（假定公司能源系统产品收入规模与去年同期相当）：
 - 1) 平安城市业务收入下降约19%。我们自去年来一直就认为，公司目前聚焦业务提质增效，对于平安城市考虑到了项目回报、对现金流影响，有针对性的控制项目扩张，选择相对优质项目实施，对于资金占用体量较大的平安城市业务属于好现象。另外从平安城市业务合同中标情况及收入变化情况来看，16、17、18年平安城市合同中标金额高速增长，公司平安城市业务采用“建设+运营”方式，19年、20年回款或将提速。
 - 2) **母公司雷达及雷达配套业务收入或有50%以上增速！**我们通过拆分发现母公司雷达及雷达收入规模或达3亿左右（去年同期约1.94亿），母公司雷达业务或呈现高速发展态势。母公司雷达业务主要是军民品气象雷达及空管雷达业务，我们整理了公司自2010年来所有可获得的合同中标情况（并非全部，如军航合同不会公布），显示2018年气象空管雷达合计中标金额达2亿（YoY+124%），规模为历史最高。同时拆分显示2018年母公司雷达业务收入达11.62亿，较上年同期大增54.67%；公司19年1季报母公司收入大增61.25%。综合订单情况及18年以来母公司各报告期收入增速，我们认为母公司所属气象、航管雷达业务延续向好趋势，再加上“十二五”空管雷达招标尚未完成、“十三五”招标尚未开始，母公司空管雷达业务或有超预期可能。
 - 3) 华耀电子电源业务保持稳健增长。华耀电子收入增速或保持在6%左右增速水平，属于较稳健增长速度。
 - 4) 博微长安雷达业务及机动保障装备业务收入及利润可以业绩承诺作为依据，2017年、2018年博微长安均顺利完成承诺净利润，以目前博微长安雷达业务及机动保障装备发展趋势，2019年完成1.3亿净利润承诺应能顺利实现。从收

入分拆情况来看，2019 年中报博微长安或较上年同期确认收入有一定降幅，但博微长安军品居多，因此下半年确认节奏加快，全年稳健增长无忧。

- **毛利率延续回升趋势，雷达产品毛利率改善明显，PPI 下行或为公司毛利率进一步改善提供空间。**公司综合毛利率 16.29%，较上年同期提高 2.51pct，毛利率改善明显，且延续了去年以来毛利率上行的趋势。我们认为公司毛利率改善原因主公司雷达及雷达配套产品毛利率改善所致。公司 2019 年中报雷达产品毛利率由去年同期 14.85%提升至 16.03%。原材料在公司成本中占比超 70%，回溯公司毛利率变化，大部分时间毛利率均与 PPI 反向变动。今年来 PPI 受下游需求影响下行，公司毛利率有望受益于材料价格下降进一步改善。
- **估值处于历史底部，资本运作平台地位凸显。**公司目前估值处于历史底部，以 TTM 市盈率计，公司目前估值分别处于 10 年、5 年、3 年历史区间的 2%、3%、5%分位数。博微子集团作为中国电科二级成员单位，统一管理 8 所、16 所、38 所以及 43 所。这些研究所分别拥有国内顶级的光传感技术、低温电子技术、国防高科技电子装备和微电子技术。四创电子作为博微子集团的唯一上市平台，在军工资产证券化的背景下，公司在中电博微子集团资本运作平台地位或日趋明显。
- **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 1.75 元、2.26 元、2.55 元。对应动态市盈率（股价 50.01 元）分别为 28.50、22.11 和 19.61 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**军品装备采购不及预期；空管设备国产化进度不及预期；公共安全产品规模扩张及转型不及预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	5,056.84	5,246.39	6,253.66	7,054.92	7,735.47
增长率 YoY %	66.0%	3.7%	19.2%	12.8%	9.6%
归属母公司净利润(百万元)	201.30	257.30	279.33	360.07	406.01
增长率 YoY%	55.50%	27.82%	8.56%	28.91%	12.76%
毛利率%	13.61%	14.95%	15.45%	15.51%	15.52%
净资产收益率 ROE%	12.2%	11.3%	11.1%	12.8%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	1.26	1.62	1.75	2.26	2.55
市盈率 P/E(倍)	39.55	30.94	28.50	22.11	19.61
市净率 P/B(倍)	3.70	3.33	3.01	2.68	2.37

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 8 月 26 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	4,303.29	4,913.19	5,139.18	5,968.13	6,841.53
货币资金	1,350.51	1,230.47	1,498.65	1,645.28	2,168.01
应收票据	229.41	347.42	229.51	363.05	340.98
应收账款	1,426.74	1,729.43	1,717.13	2,084.40	2,319.80
预付账款	52.80	29.80	42.76	53.35	51.66
存货	961.40	1,226.75	1,301.81	1,472.73	1,611.76
其他	282.43	349.32	349.32	349.32	349.32
非流动资产	2,148.32	2,534.27	2,636.40	2,714.02	2,760.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	585.87	807.57	877.94	966.24	965.54
无形资产	210.93	290.25	319.50	350.56	380.87
其他	1,351.51	1,436.45	1,438.96	1,397.22	1,414.37
资产总计	6,451.60	7,447.46	7,775.58	8,682.16	9,602.31
流动负债	4,079.78	4,538.79	4,608.28	5,173.65	5,705.60
短期借款	1,390.00	1,320.00	1,220.00	1,320.00	1,420.00
应付票据	645.15	674.13	729.80	867.86	946.91
应付账款	1,560.69	1,984.76	2,090.06	2,379.05	2,699.40
其他	483.94	559.90	568.42	606.74	639.29
非流动负债	200.99	497.27	497.27	497.27	497.27
长期借款	0.00	150.00	150.00	150.00	150.00
其他	200.99	347.27	347.27	347.27	347.27
负债合计	4,280.77	5,036.06	5,105.55	5,670.92	6,202.87
少数股东权益	19.28	21.65	28.01	36.21	45.45
归属母公司股东权益	2,151.55	2,389.75	2,642.02	2,975.03	3,353.98
负债和股东权益	6,451.60	7,447.46	7,775.58	8,682.16	9,602.31

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	5,056.84	5,246.39	6,253.66	7,054.92	7,735.47
同比(%)	66.0%	3.7%	19.2%	12.8%	9.6%
归属母公司净利润	201.30	257.30	279.33	360.07	406.01
同比(%)	55.50%	27.82%	8.56%	28.91%	12.76%
毛利率(%)	13.61%	14.95%	15.45%	15.51%	15.52%
ROE%	12.2%	11.3%	11.1%	12.8%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	1.26	1.62	1.75	2.26	2.55
P/E	39.55	30.94	28.50	22.11	19.61
P/B	3.70	3.33	3.01	2.68	2.37
EV/EBITDA	23.50	20.88	17.68	14.92	13.46

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,056.84	5,246.39	6,253.66	7,054.92	7,735.47
营业成本	4,368.75	4,462.16	5,287.75	5,961.02	6,535.21
营业税金及附加	16.93	19.91	23.73	26.77	29.35
销售费用	111.71	113.76	151.93	160.07	177.06
管理费用	251.23	195.89	233.50	211.65	216.59
研发费用	0.00	121.42	156.34	176.37	193.39
财务费用	32.70	45.60	45.80	41.64	43.03
减值损失合计	60.77	84.55	66.95	90.11	99.91
投资净收益	0.14	0.00	0.05	0.06	0.04
其他	24.15	85.41	28.32	29.81	29.06
营业利润	239.04	288.51	316.02	417.16	470.03
营业外收支	1.06	-1.07	10.24	3.41	4.19
利润总额	240.10	287.44	326.25	420.56	474.22
所得税	34.65	25.71	40.57	52.29	58.96
净利润	205.44	261.73	285.69	368.27	415.26
少数股东损益	4.14	4.44	6.36	8.20	9.24
归属母公司净利润	201.30	257.30	279.33	360.07	406.01
EBITDA	398.09	452.09	528.20	632.66	708.61
EPS(当年)(元)	1.26	1.62	1.75	2.26	2.55

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	23.39	132.37	691.15	352.36	718.75
净利润	205.44	261.73	285.69	368.27	415.26
折旧摊销	79.93	98.89	133.79	144.51	161.73
财务费用	78.06	65.76	68.16	67.58	72.65
投资损失	-0.14	0.00	-0.05	-0.06	-0.04
营运资金变动	-391.33	-308.74	144.72	-307.07	-18.63
其它	51.43	14.73	58.84	79.12	87.77
投资活动现金流	-231.01	-326.28	-227.75	-211.08	-196.31
资本支出	-262.12	-326.28	-227.80	-211.14	-196.34
长期投资	0.00	0.00	0.05	0.06	0.04
其他	31.11	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	239.09	82.43	-195.22	5.36	0.29
吸收投资	257.38	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	60.00	174.90	-100.00	100.00	100.00
支付利息或股息	75.89	87.52	95.22	94.64	99.71
现金流净增加额	31.46	-111.61	268.18	146.64	522.72

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。