

四创电子（600990）：提质增效后劲强，全年平稳增长无虞

2019年08月26日

强烈推荐/维持

四创电子 公司报告

报告摘要：

公司年中业绩略不及市场预期，毛利水平提升明显，提质增效有所显现。公司实现营业收入9.98亿元，同比减少14.98%，实现归属母公司股东的净利润-4752万元，扣非后的归母净利润为-5731万元，与去年同期相比略有所减少。由于没有给出分产品收入，不好判断各业务分项涨跌情况。但从公司本部、华耀电子和博微长安三个经营实体角度分析公司业务。公司营收略有所下降与公司提质增效战略是一致的，缩减缺乏核心竞争力的非自主产品规模，是主动行为。利润角度，华耀电子今年年中实现净利润2013万元，2018年同期实现净利润1833，同比增长约10%；博微长安今年年中实现净利润-2904万元，2018年实现净利润-3423万元，亏损明显减少。推算公司本部的净利润则从去年的-1948万元，减少到今年的-4820万元。公司整体毛利率为16.29%，比去年同期增长近3pct，而期间费用明显增长，导致净利润减少，尤其是管理费用增长了1639万元，主要因为人工成本、折旧和摊销（同比净增约1500万）增长所致。

公司预付款项和存货同比大幅增长，说明订单情况良好。今年预付款项同比增长149%，公司每年均有较大数额的预付款，主要是平安城市业务预先垫付建设费用导致的。去年公司中标“合肥视频监控系统的（二期）建设项目”，总金额为6.36亿元，创公司历史单体项目金额之最。平安合肥二期去年建设已经完成60%-70%，并确认部分收入，今年应该完成全部建设，回笼建设期项目资金。公司存货同比增长34%，主要来自雷达业务和平安城市业务的在产品投产和工程实施。根据公告披露，公司有多个雷达项目中标，包括军航空管雷达环控项目，某一次雷达改造项目，以及博微长安新一代某雷达样机研制生产，顺利完成某型装备的交付任务等。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,056.84	5,246.39	5,950.86	6,842.07	7,742.82
增长率(%)	66.01%	3.75%	13.43%	14.98%	13.16%
净利润(百万元)	201.30	257.30	283.33	347.64	408.50
增长率(%)	53.99%	27.40%	9.95%	22.35%	17.29%
净资产收益率(%)	9.36%	10.77%	11.00%	12.39%	13.28%
每股收益(元)	1.28	1.62	1.78	2.18	2.57
PE	38.19	30.17	27.46	22.38	19.05
PB	3.62	3.26	3.02	2.77	2.53

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

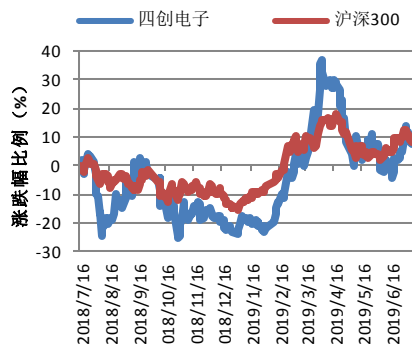
公司简介：

四创电子专注军民融合雷达产业、安全产业和电源/能源产业，是中电科博微子集团下属唯一上市公司平台，未来资本运作空间大。

交易数据

52周股价区间(元)	31.70-61.34
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	77
总股本/流通A股(万股)	15918/13670
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.49

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

Tel: 010-66554142

执业证书编号: S1480517080001

分析师：王习

Tel: 010-66554034

执业证书编号: S1480518010001

分析师：张卓琦

Tel: 010-66554018

执业证书编号: S1480519080003

公司全年业绩有望实现平稳增长。公司中报虽然略不及预期，但我们认为公司全年业绩增长无虞。华耀电子是优质资源，并在持续加大车载充电、医疗和环保电源技术的研发和批产，年中已有 10% 的增长。博微长安处在业绩承诺期，2018 年博微长安扣非后归母净利润 1.29 亿元，按照业绩承诺，博微长安 2019 年须要实现 1.32 亿元，仍然要实现增长。而公司本部平安城市今年建设期结束，将回笼建设期资金。而本部雷达业务有多项订单在手，包括去年 8 月份中标 8 部空管雷达，年底实现集中回款，全年业绩有望增长。

博微子集团预计今年将开展职能工作。博微子集团领导班子已经任命组建完成，预计很快将完成下属院所的股权划转，今年将开展职能工作。

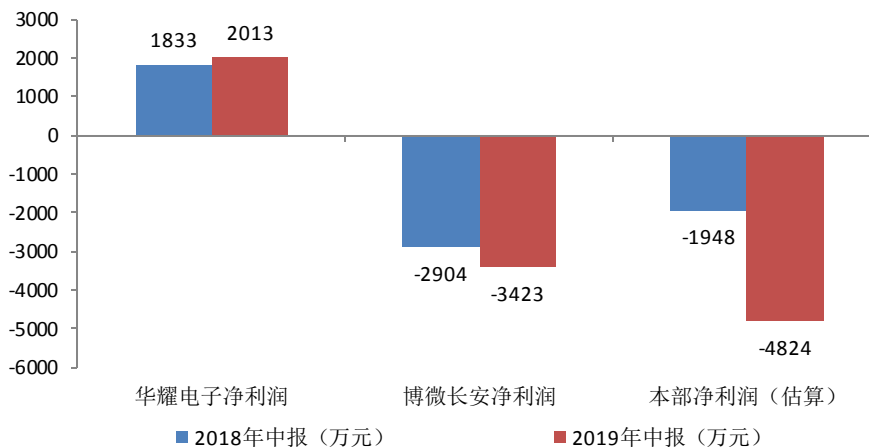
公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.83、3.48 和 4.09 亿元，同比增长 10%、22%、17%，EPS 分别为 1.78、2.18 和 2.57 元，对应 PE 为 27 倍、22 倍、19 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：雷达交付进度不及预期；平安城市业务回款不及预期。

1. 毛利水平提升明显, 提质增效有所显现。

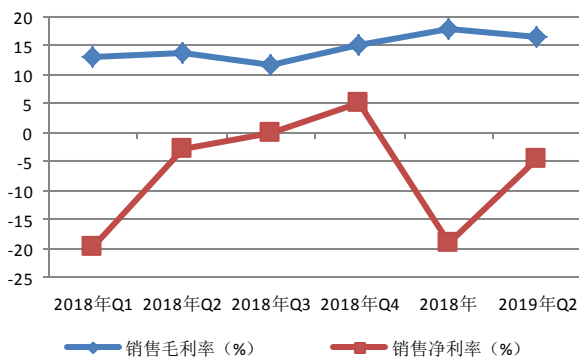
公司年中业绩略不及市场预期, 但提质增效效果显现。由于没有给出分产品收入, 不好判断各业务分项涨跌情况。但可以从公司本部、华耀电子和博微长安三个经营实体角度分析公司业务。公司营收略有下降与公司提质增效战略是一致的, 缩减缺乏核心竞争力的非自主产品规模, 是主动行为。利润角度, 华耀电子今年年中实现净利润 2013 万元, 2018 年同期实现净利润 1833, 同比增长约 10%; 博微长安今年年中实现净利润-2904 万元, 2018 年实现净利润-3423 万元, 亏损明显减少。推算公司本部的净利润则从去年的-1948 万元, 减少到今年的-4820 万元。公司整体毛利率为 16.29%, 比去年同期增长近 3pct, 而期间费用明显增长, 导致净利润减少, 尤其是管理费用增长了 1639 万元, 主要是因为人工成本、折旧和摊销 (同比净增约 1500 万) 增长所致。

图 1: 2018 年中报与 2019 年中报净利润比较



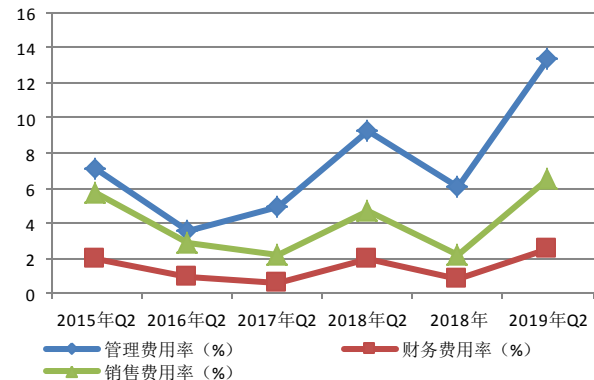
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司分季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 3: 公司期间费用率



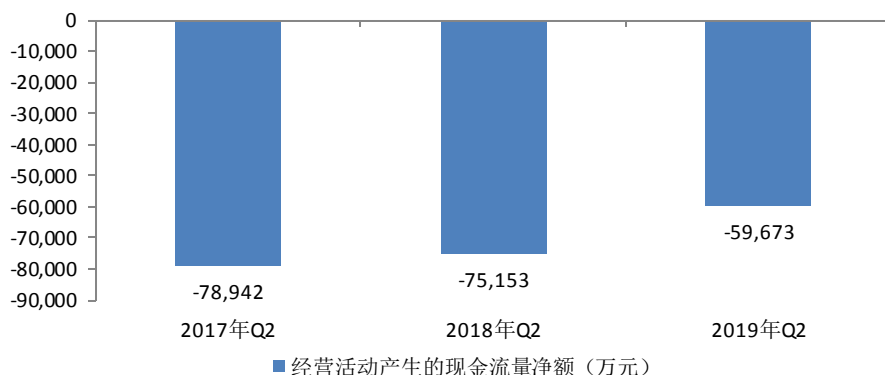
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 公司预付款项和存货同比大幅增长, 说明订单情况良好

公司预付款项和存货同比大幅增长，说明订单情况良好。今年预付款项同比增长 149%，公司每年均有较大数额的预付款，主要是平安城市业务预先垫付建设费用导致的。去年公司中标“合肥视频监控系统（二期）建设项目”，总金额为 6.36 亿元，创公司历史单体项目金额之最。平安合肥二期去年建设已经完成 60%-70%，并确认部分收入，今年应该完成全部建设，回笼建设期项目资金。公司存货同比增长 34%，主要来自雷达业务和平安城市业务的在产品投产和工程实施。根据公告披露，公司有多个雷达项目中标，包括军航空管雷达环控项目，某一次雷达改造项目，以及博微长安新一代某雷达样机研制生产，顺利完成某型装备的交付任务等。

公司年中现金流改善明显。公司年中的现金流改善明显，经营活动现金流净额从 2017 年开始逐年改善，推测主要是平安城市业务在大力推进提质增效战略，平安城市业务市场需求充足，目前按照提质增效要求，遴选优质项目，加强安防产品研发，提升项目利润率，加快项目资金回笼。同时，近期的大项目“合肥视频监控系统（二期）建设项目”建设高峰期已经过去，进入回款期。预计公司未来年中的现金流会不断改善。

图 4：公司经营活动产生的现金流量净额（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 公司全年业绩有望实现平稳增长

公司全年业绩有望实现平稳增长。公司中报虽然略不及预期，但我们认为公司全年业绩增长无虞。华耀电子是优质资源，并在持续加大车载充电、医疗和环保电源技术的研发和批产，年中已有 10% 的增长。博微长安处在业绩承诺期，2018 年博微长安扣非后归母净利润 1.29 亿元，按照业绩承诺，博微长安 2019 年须要实现 1.32 亿元，仍然要实现增长。而公司本部平安城市今年建设期结束，将回笼建设期资金。而本部雷达业务有多项订单在手，包括去年 8 月份中标 8 部空管雷达，年底实现集中回款，全年业绩有望增长。

博微子集团预计今年将开展职能工作。博微子集团领导班子已经任命组建完成，预计很快将完成下属院所的股权划转，今年将开展职能工作。

4. 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.83、3.48 和 4.09 亿元，同比增长 10%、22%、17%，EPS 分别为 1.78、2.18 和 2.57 元，对应 PE 为 27 倍、22 倍、19 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

雷达交付进度不及预期; 平安城市业务回款不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	4303	4913	5511	6281	7054	营业收入	5057	5246	5951	6842	7743
货币资金	1351	1230	1396	1605	1816	营业成本	4369	4462	5001	5721	6438
应收账款	1427	1729	1962	2255	2552	营业税金及附加	17	20	23	26	29
其他应收款	112	99	112	128	145	营业费用	112	114	131	164	194
预付款项	53	30	4	-25	-59	管理费用	251	196	238	342	426
存货	961	1227	1375	1573	1770	财务费用	33	46	68	63	55
其他流动资产	6	11	30	53	76	资产减值损失	60.77	84.55	84.55	84.55	84.55
非流动资产合计	2148	2534	2468	2351	2237	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.14	0.00	-45.00	0.00	0.00
固定资产	573.65	807.57	833.23	743.72	654.22	营业利润	239	289	361	441	517
无形资产	211	290	263	237	213	营业外收入	1.52	1.91	1.91	1.91	1.91
其他非流动资产	17	19	19	19	19	营业外支出	0.46	2.98	2.98	2.98	2.98
资产总计	6452	7447	7979	8633	9291	利润总额	240	287	360	440	516
流动负债合计	4080	4539	4879	5307	5691	所得税	35	26	72	88	103
短期借款	1390	1320	1276	1223	1059	净利润	205	262	288	352	413
应付账款	1561	1985	2194	2510	2824	少数股东损益	4	4	4	4	4
预收款项	159	244	341	452	578	归属母公司净利润	201	257	283	348	408
一年内到期的非流动	6	8	8	8	8	EBITDA	528	684	547	620	685
非流动负债合计	201	497	497	489	489	EPS (元)	1.28	1.62	1.78	2.18	2.57
长期借款	0	150	150	150	150	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4281	5036	5376	5796	6180	成长能力					
少数股东权益	19	22	26	31	35	营业收入增长	66.01%	3.75%	13.43%	14.98%	13.16%
实收资本（或股本）	159	159	159	159	159	营业利润增长	92.35%	20.70%	25.05%	22.28%	17.25%
资本公积	911	911	911	911	911	归属于母公司净利润	55.50%	27.82%	10.12%	22.70%	17.51%
未分配利润	933	1165	1183	1204	1229	获利能力					
归属母公司股东权益	2152	2390	2577	2806	3076	毛利率(%)	14.36%	15.36%	16.86%	17.16%	17.46%
负债和所有者权益	6452	7447	7979	8633	9291	净利率(%)	4.06%	4.99%	4.84%	5.15%	5.33%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						ROE(%)	9.36%	10.77%	11.00%	12.39%	13.28%
单位：百万元						偿债能力					
经营活动现金流	23	132	559	536	654	资产负债率(%)	66%	68%	67%	67%	67%
净利润	205	262	288	352	413	流动比率	1.05	1.08	1.13	1.18	1.24
折旧摊销	256.59	350.17	0.00	89.51	89.51	速动比率	0.82	0.81	0.85	0.89	0.93
财务费用	33	46	68	63	55	营运能力					
应付账款的变化	0	0	-232	-294	-297	总资产周转率	1.00	0.75	0.77	0.82	0.86
预收账款的变化	0	0	97	111	126	应收账款周转率	5	3	3	3	3
投资活动现金流	-231	-326	-182	-85	-85	应付账款周转率	3.91	2.96	2.85	2.91	2.90
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊)	1.28	1.62	1.78	2.18	2.57
投资收益	0	0	-45	0	0	每股净现金流(最新)	0.20	-0.70	1.04	1.31	1.33
筹资活动现金流	239	82	-211	-242	-358	每股净资产(最新摊)	13.52	15.01	16.19	17.63	19.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	38.19	30.17	27.46	22.38	19.05
普通股增加	22	0	0	0	0	P/B	3.62	3.26	3.02	2.77	2.53
资本公积增加	495	0	0	0	0	EV/EBITDA	14.81	11.73	14.29	12.19	10.49
现金净增加额	31	-111	165	209	211						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	四创电子（600990）：提质增效保增长，资产注入趋势强	2019-07-15
行业	国睿科技 VS 四创电子 细节再梳理	2018-03-13
公司	四创电子年报点评（600990）：防务雷达支撑收入增长，土地补偿确保利润提升	2019-04-01
公司	四创电子（600990）：业绩增长有保证，未来资本运作可期	2018-12-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：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。

分析师：王习

香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

研究助理：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，需注明出处为东兴证券研究所，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：

看好：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。