



中航证券金融研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
电话：010-64818451
邮箱：songzh@avicsec.com

天奥电子（002935）2019 年半年报点评： 时间频率产品军用龙头，中报业绩稳中有升

行业分类：电子

2019 年 9 月 2 日

投资评级

持有

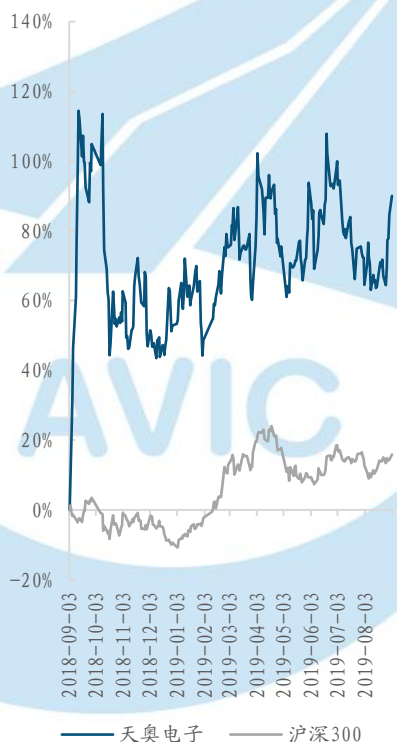
当前价格（9.2）

35.18

基本数据（2019.9.2.）

总市值（亿元）	56.29
流通市值（亿元）	14.07
总股本（百万股）	160.01
流通股本（百万股）	40.01
12 个月价格区间	18.52/39.70

近一年公司与沪深 300 指数走势对比图



资料来源：wind，中航证券金融研究所

◆ **事件：**公司发布 2019 年半年度报告，营收（3.31 亿元，+2.20%），归母净利润（0.29 亿元，+7.39%）。

◆ 投资要点：

公司积极拓展军民领域应用，助力营收增长。分产品看，公司上半年频率系列产品营收（1.90 亿元，+9.19%），占比 57.35%；时间同步系列产品营收（1.35 亿元，-2.61%），占比 40.86%；北斗卫星应用产品营收（0.06 亿，-46.72%），占比 1.80%。公司拥有完整的时间频率产品线，是国内少数几家原子钟研制生产企业之一，是国内中高端军用时频核心器件（铷原子钟、晶体器件）、军用时间同步设备及系统的主要供应商，时间同步精度从毫秒到纳秒量级，产品大量应用于航空航天、卫星导航、军用通信及国防装备等领域。公司 2019 上半年公司不断拓展时间频率产品在军民领域的应用，有效扩大了市场份额。

研发投入大幅增加，加码时频、频率组件产品技术革新。公司上半年研发投入（3,140.78 万元，+40.70%），占营业收入比例 9.50%，主要投向时频核心器/部件、频率组件及设备等重点产品和时频应用前沿技术研究。另外，公司 7 月在北京设立设备与系统第二事业部，开展时频关键技术研发，不断发展形成领先竞争对手的差异化竞争优势。

公司是华为器件级、设备级供应商。铷原子钟、Branch 等产品持续批量供应华为公司。公司掌握中高端晶体器件、原子钟、时间同步、北斗授时及短报文通信等关键技术，曾主持和参与多项国家、行业标准的制定。另外，公司充分利用科研院所的研发资源，帮助公司在技术方面保持领先优势。公司与中科院国家授时中心、北京航空航天大学共同建立了“原子钟联合实验室”和“量子物理技术联合实验室”，且与中科院国家授时中心签订战略合作框架协议，推动时间频率产业的可持续发展。当前，公司正在开展募投项目的建设，进一步扩大时间频率产品规模生产能力。

公司拥有资质优势，下游客户稳定。公司目前已获得相关机构颁发的生产经营所必须的资质，具备两条贯军标生产线。在布局上公司成立了北京、南京、西安、成都等遍及全国各地的办事处机构，形成了片区化营销网络架构，建立了完善的营销服务网络，客户群包括各部委、军工集团、大型企业（集团）等。公司在为军方客户、民用客户构建时间同步系统的过程中，根据客户实际情况开展定制服务，进一步强化了与客户的技术纽带关系，与客户建立了长期稳定的合作。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：0755-83692635
传 真：0755-83688539



◆ **投资建议**

随着国家时频体系建设、军队信息化建设、5G 通信网络建设的持续推进，对高精度标准时间系统的需求快速增长。另外，公司是电科十所下属唯一上市公司，有望受益于军工科研院所改制。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.22 亿元, 1.40 亿元和 1.63 亿元, EPS 为 0.76 元, 0.87 元和 1.02 元, 对应 PE 分别为 46、40、35 倍, 给予“持有”评级。

◆ **风险提示:** 技术研发滞后, 未能适时满足客户需求, 造成订单下降风险; 国内高精度时频类相关产品的供给迅速增加, 市场竞争加剧

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	864.01	986.78	1155.82	1381.55
增长率	5.35%	14.21%	17.13%	19.53%
归属母公司净利润 (百万元)	97.08	121.98	139.70	162.53
增长率	4.93%	25.65%	14.53%	16.34%
每股收益 EPS (元)	0.91	0.76	0.87	1.02
净资产收益率 ROE	8.21%	8.98%	9.33%	9.79%
PE	39	46	40	35
PB	3.17	4.14	3.76	3.39

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 1: 2017-2019 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %)

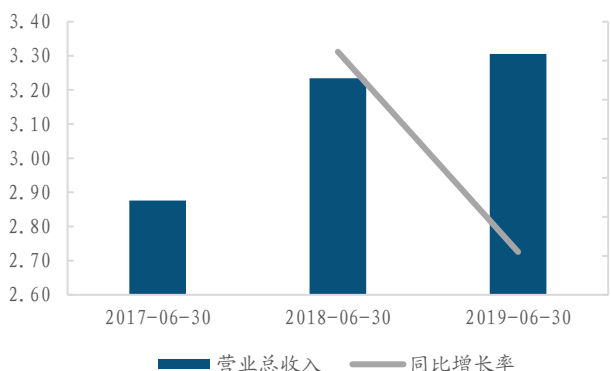
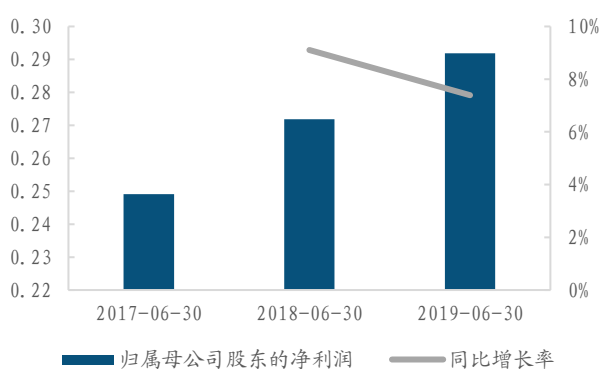


图 2: 2017-2019 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 3: 2017-2019 三费情况 (单位: 万元)

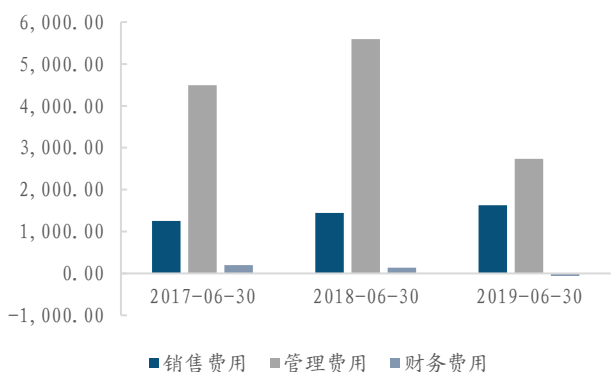
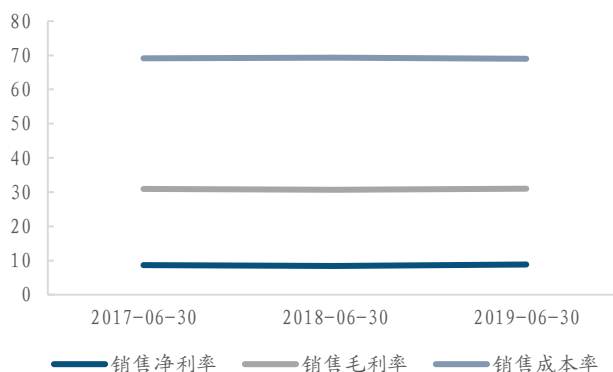


图 4: 2017-2019 销售毛利率、净利率、成本率 (%)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 5: 2015-2019 研发投入及增速 (单位: 万元, %)

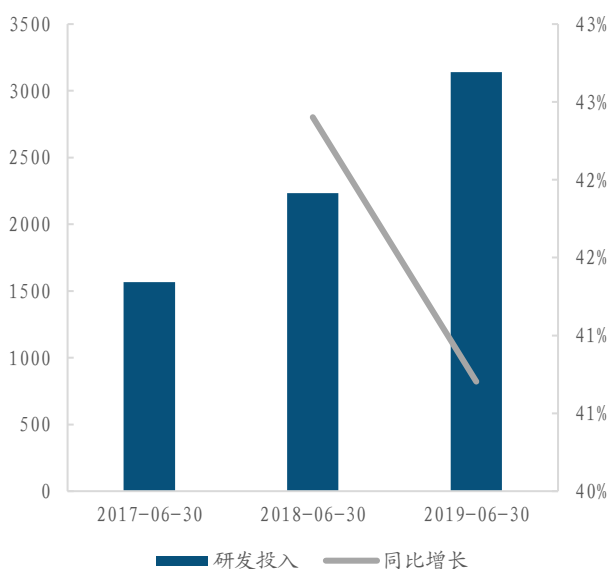
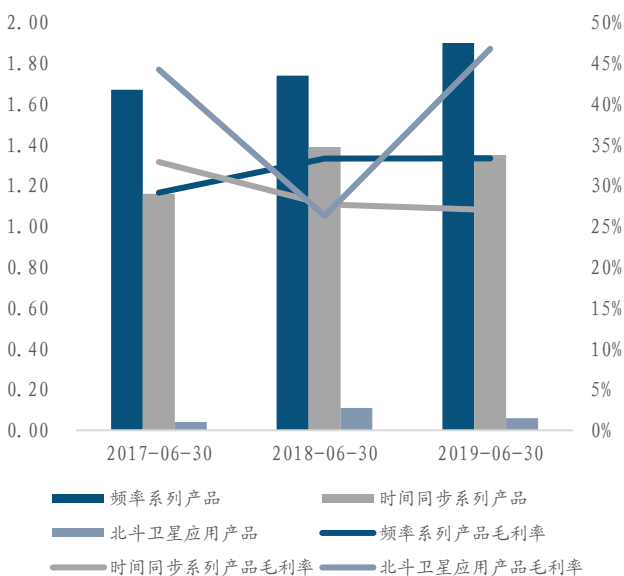


图 6: 各产品收入及毛利率 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 7: 财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	864.01	986.78	1155.82	1381.55	净利润	97.08	121.98	139.70	162.53
营业成本	589.42	672.39	786.88	939.87	折旧与摊销	13.31	20.45	32.49	53.98
营业税金及附加	2.16	3.55	3.12	4.01	财务费用	2.51	2.96	2.89	3.87
销售费用	33.13	43.02	54.55	68.52	资产减值损失	4.60	4.60	4.60	4.60
管理费用	65.94	125.62	149.56	181.26	经营营运资本变动	-168.98	-89.30	-124.70	-164.79
财务费用	2.51	2.96	2.89	3.87	其他	151.61	-4.60	-4.60	-4.60
资产减值损失	4.60	4.60	4.60	4.60	经营性现金流净额	100.12	56.08	50.38	55.59
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-13.00	-30.00	-171.00	-173.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-193.10	-0.69	-0.69	-0.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-206.10	-30.69	-171.69	-173.69
营业利润	107.14	134.64	154.21	179.42	短期借款	-40.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.07	0.07	0.07	0.07	长期借款	0.00	300.00	250.00	210.00
利润总额	107.21	134.70	154.28	179.49	股权融资	478.72	53.34	0.00	0.00
所得税	10.13	12.73	14.58	16.96	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	97.08	121.98	139.70	162.53	其他	-6.01	999.51	1202.11	801.13
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	432.72	1352.85	1452.11	1011.13
归属母公司股东净利	97.08	121.98	139.70	162.53	现金流量净额	326.73	1378.24	1330.81	893.03

资产负债表					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	515.06	1893.30	3224.10	4117.13	成长能力				
应收和预付款项	429.04	490.00	573.93	686.01	销售收入增长率	5.35%	14.21%	17.13%	19.53%
存货	289.30	330.02	386.21	461.30	营业利润增长率	3.34%	25.66%	14.54%	16.35%
其他流动资产	180.42	206.06	241.36	288.49	净利润增长率	4.93%	25.65%	14.53%	16.34%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	0.86%	28.55%	19.96%	25.15%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	49.59	33.31	157.77	263.71	毛利率	31.78%	31.86%	31.92%	31.97%
无形资产和开发支出	8.00	33.82	48.54	62.96	三费率	11.76%	17.39%	17.91%	18.36%
其他非流动资产	4.68	7.37	9.39	10.75	净利率	11.24%	12.36%	12.09%	11.76%
资产总计	1476.08	2993.88	4641.31	5890.35	ROE	8.21%	8.98%	9.33%	9.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.58%	4.07%	3.01%	2.76%
应付和预收款项	272.86	311.31	364.34	435.21	ROIC	14.43%	14.63%	13.55%	12.31%
长期借款	0.00	300.00	550.00	760.00	EBITDA/销售收入	14.23%	16.02%	16.40%	17.17%
其他负债	20.32	1024.36	2229.05	3034.70	营运能力				
负债合计	293.18	1635.67	3143.39	4229.91	总资产周转率	0.72	0.44	0.30	0.26
股本	106.67	160.01	160.01	160.01	固定资产周转率	30.19	38.86	18.15	9.39
资本公积	533.36	533.36	533.36	533.36	应收账款周转率	3.13	3.14	3.17	3.20
留存收益	542.87	664.84	804.54	967.08	存货周转率	1.93	2.17	2.20	2.22
归属母公司股东权益	1182.90	1358.21	1497.91	1660.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.50%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1182.90	1358.21	1497.91	1660.45	资产负债率	19.86%	54.63%	67.73%	71.81%
负债和股东权益合计	1476.08	2993.88	4641.31	5890.35	带息债务/总负债	0.00%	79.48%	87.49%	88.89%

业绩和估值指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	122.95	158.05	189.59	237.27
PE	38.66	46.15	40.29	34.63
PB	3.17	4.14	3.76	3.39
PS	4.34	5.70	4.87	4.07
EV/EBITDA	26.315	31.828	27.157	22.190
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超, SAC执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

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, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。