

航天电器 (002025) 2019 年三季度报点评: 营收净利润增速放缓, 加速进军连接器民品市场

行业分类: 国防军工

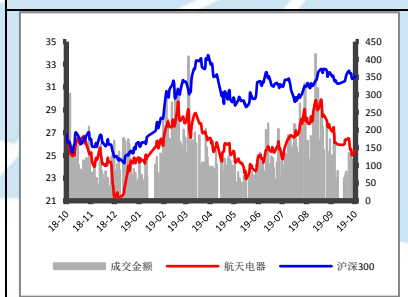
2019 年 10 月 22 日

公司投资评级	持有
当前股价 (19.10.22)	25.43 元

基础数据 (2019.10.22)

沪深 300	3895.88
总股本 (亿)	4.29
流通 A 股 (亿)	4.29
流通 A 股市值 (亿)	108.54
每股净资产 (元)	6.83
PE	27.9
PB	3.70

近一年公司与沪深 300 走势对比图



数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

事件: 10 月 22 日, 公司公布 2019 年三季度报, 2019 年前三季度营收 25.12 亿元 (+28.11%), 归母净利润 2.97 亿元 (+11.34%), 毛利率 36.77% (-2.42pcts), 净利率 12.85% (-1.17pcts)。

投资要点

● 公司三季度营收净利润增速放缓, 四季度净利润收入增速有望回升

2019 年前三季度, 受益于公司主业规模的增长, 公司实现营业收入 25.12 亿元 (+28.11%), 归母净利润 2.97 亿元 (+11.34%), 毛利率 36.77% (-2.42pcts), 公司归母净利润增速低于营收增速及毛利率下滑的主要原因为公司推进民品市场拓展导致盈利水平较低的民品收入占比提高, 同时原材料成本上升。

从单季度来看, 2019Q3, 公司营收及归母净利润增长放缓, 营业收入 8.93 亿元 (+12.68%), 归母净利润 1.09 亿元 (+0.09%), 我们认为其主要原因是受公司民品收入占比的提高以及公司新投资设立的广东华旗电子有限公司开始并表所致。未来随着四季度公司军品收入的确认, 公司 2019 年全年营业收入及归母净利润增速有望回升。

另外, 伴随公司营业收入的增长, 公司应收账款达 26.76 亿元 (+16.95%), 预计在四季度货款集中回笼确认后将有所降低, 公司存货余额达 5.20 亿元 (+17.16%), 表明公司在手订单情况较好, 为确保及时交货而提高了物料储备。三费方面, 在公司主业规模快速增长的情况下, 公司销售费用率 (2.62%, -0.55pcts) 及管理费用率 (17.13%, -0.90pcts) 不增反降, 体现出公司在各项费用管控方面取得了成效。

● 公司立足军工产品, 积极拓展民用市场

公司是中国航天科工集团第十研究院下属上市公司, 是集科研、生产于一体的电子元器件骨干企业之一。公司主营产品主要为连接器、电机、继电器及光通信器件等, 其中 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, 军品基本覆盖了全部军工装备领域, 民品以通讯、石油、轨道交通、家电市场配套为主。

连接器业务是公司的主要收入来源, 军品方面, 公司背靠航天科工集团, 在航天领域等盈利能力较高的军品连接器市场上具有较强的竞争优势; 民品方面, 公司民用连接器生产主体子公司苏州华旗 2019H1 净利润为 0.40 亿元 (+36.73%), 同时公司在 2019 年 2 月与东莞市扬明精密塑胶五金电子有限公司合资新设了子公司广东华旗电子有限公司, 目前广东华旗已产生营业收入, 未来还将在珠三角地区加大产业布局, 打造民用连接器基地, 东莞扬明也承诺广东华旗在 36 个月内实现扣非净利润 3750 万元。基于当前我国民品高端连

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

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

接器市场国产替代空间广阔，我们预计公司在高端连接器的技术积淀将促使公司民用连接器业务成为未来收入的主要增长点。

电机业务是公司当前第二大收入来源，公司当前电机业务主体主要为子公司贵州林泉，其产品包含军用特种电机及民用电机（应用于石油装备等）。受益于公司在电机产品市场上的推广以及贵州林泉在 2018 年完成了与苏州林泉的吸收合并，2019H1 贵州林泉实现了净利润 0.32 亿元（+5071.36%）。基于公司在军用电机技术上的积累、股东背景以及对电机产品市场推广力度的提升，我们认为公司的电机收入将继续保持稳定的增长。

● 公司拟参设产业投资基金，加速拓展电子元器件发展

2019 年 9 月 16 日，公司发布公告披露公司拟以自有资金 5000 万元，与航天科工股权投资基金管理有限公司、贵州航天工业有限责任公司等五家公司共同设立总规模 10 亿元的产业投资基金，我们认为该产业投资基金的设立从长期来看，将有助于公司未来发展储备潜在的优质并购标的，加快电子元器件主业的拓展及转型升级。

投资建议

我们认为，公司作为航天科工十院下属唯一上市公司平台，其在军用高端连接器、电机等产品上具有深厚的技术积淀，在航天等应用领域的订单较为稳定；公司基于在军用高端连接器、电机等业务上的技术积累，未来在民品市场的推广上也将具有强大的竞争力；公司在销售费用及管理费用具有较强的管控能力，有助于促进公司未来盈利能力的进一步提升；公司参设的产业投资基金将有助于公司未来在潜在优质并购标的上的储备，利于公司电子元器件主业的长期发展。

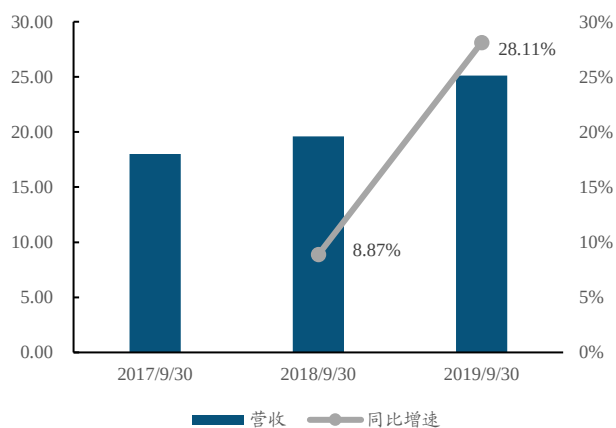
基于以上观点，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 37.11 亿元、48.33 亿元和 61.88 亿元，归母净利润分别为 4.25 亿元、5.09 亿元和 6.15 亿元，EPS 分别为 0.99 元、1.19 元和 1.43 元，当前股价分别对应 26 倍、21 倍及 18 倍 PE。

● 风险提示：市场竞争激烈导致公司产品盈利水平进一步下滑；民品市场开拓不及预期。

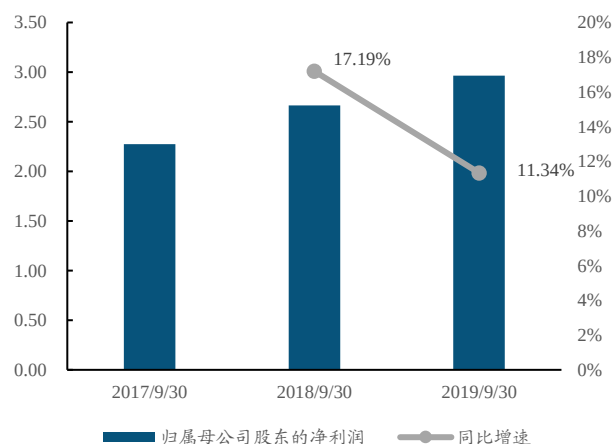
● 盈利预测

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2612.13	2834.08	3711.21	4832.64	6187.74
增长率(%)	15.77	8.50	30.95	30.22	28.04
归属母公司股东净利润	311.39	358.95	425.06	509.08	615.37
增长率(%)	19.28	15.27	18.42	19.77	20.88
每股收益(EPS)	0.73	0.84	0.99	1.19	1.43

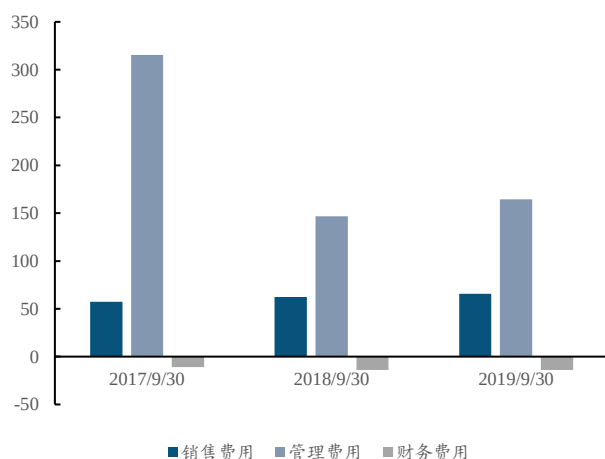
数据来源：WIND，中航证券金融研究所

◆ 2017-2019 年公司前三季度主要财务数据
图 1：公司前三季度营业收入及增速（单位：亿元；%）


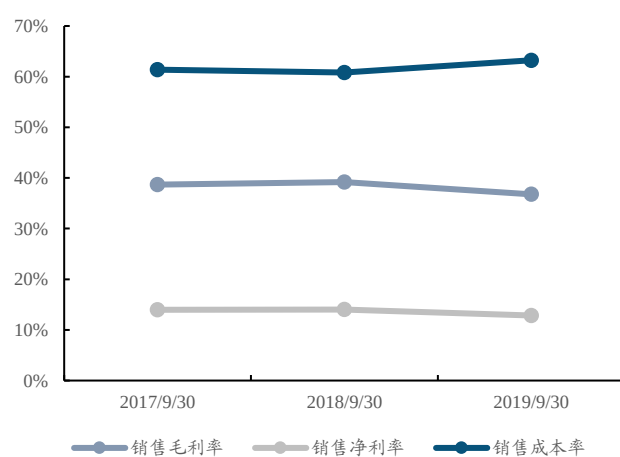
资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 2：公司前三季度归母净利及增速（单位：亿元；%）


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 3：公司前三季度三费情况（单位：百万元）


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 4：公司前三季度毛利率情况及增速（单位：%；%）


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

报表预测

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2834.08	3711.21	4832.64	6187.74
减：营业成本	1791.47	2491.65	3231.12	4129.13
营业税金及附加	8.55	11.50	15.95	21.66
销售费用	103.98	129.15	176.39	240.70
管理费用	234.36	535.16	735.04	964.05
财务费用	-17.41	-4.46	25.75	57.97
资产减值损失	13.95	35.00	30.00	24.00
加：投资收益	0.00	3.21	4.21	5.12
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	430.84	516.42	622.59	755.35
加：其他非经营损益	14.42	16.69	13.74	13.72
利润总额	445.26	533.12	636.33	769.08
减：所得税	41.36	57.63	66.54	79.83
净利润	403.90	475.49	569.79	689.25
减：少数股东损益	44.95	50.43	60.71	73.87
归属母公司股东净利润	358.95	425.06	509.08	615.37
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	800.33	927.80	1208.16	1546.94
应收和预付款项	2761.60	3676.79	4855.04	6273.30
存货	369.65	503.12	664.43	849.90
其他流动资产	11.67	14.84	19.52	24.91
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	562.66	471.26	378.28	284.16
无形资产和开发支出	153.88	150.37	146.86	143.35
其他非流动资产	61.92	50.81	39.15	26.24
资产总计	4721.71	5795.00	7311.43	9148.79
短期借款	0.00	595.05	1130.63	1745.80
应付和预收款项	1347.93	1896.18	2449.36	3133.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	187.76	176.77	181.05	204.90
负债合计	1535.68	2668.00	3761.04	5084.49
股本	429.00	429.00	429.00	429.00
资本公积	482.21	482.21	482.21	482.21
留存收益	1725.95	2027.37	2390.05	2830.09
归属母公司股东权益	2691.04	2938.59	3301.27	3741.30
少数股东权益	494.98	545.41	606.13	680.00
股东权益合计	3186.02	3484.00	3907.39	4421.30
负债和股东权益合计	4721.71	6152.00	7668.43	9505.79
现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流净额	121.71	114.08	-44.51	-21.81
投资活动现金流净额	-100.95	-12.16	-11.33	-9.87
筹资活动现金流净额	-116.41	382.55	336.19	370.45
现金流量净额	-94.35	484.47	280.36	338.78

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发送或为任何就发送、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。