天风证券 TF SECURITIES

航天电器（002025）

证券研究报告
2019 年 10 月 24 日

Q3 研发投入带动毛利率企稳回升，全年业绩望伴随行业迎来反弹

Q3 业绩平稳，研发增长带动毛利率企稳回升：10 月 21 日公司发布 19Q3 季报，前三季度营收 25.12 亿元，同比+28.11%，归母净利润 2.97 亿元，同比+11.34%，毛利率从上半年的 34.8%回升至 36.8%，研发费用 2.66 亿元，同比+28.6%；单季度营收 8.93 亿元，同比+12.68%，归母净利润 1.09 亿元，同比+0.09%，单季度研发费用 1.45 亿元，同比+32%，公司业绩将有望实现毛利率与销量的双重反弹。

分板块业绩回顾：上半年产品销量率先触底反弹，全年业绩恢复可期。

连接器是系统或整机电路单元之间电气连接、信号传输用元器件，也是航天电器占营收比重最高的产品(2018 年占 58.2%，2019H1 占 61.4%)，2019H1 连接器产品营收 9.94 亿元，同比+58%，增速提升 77.7 个百分点。占公司营收排名 2-3 位的产品分别为：电机产品营收 4.31 亿元，同比+14.6%，继电器产品营收 1.36 亿元，同比+36.7%，提升 59.2 个百分点。

军用连接器骨干企业，有望充分受益行业上行拐点到来

军用连接器是构成完整武器装备系统所必需的基础组件，与商用连接器相比，它是一类特殊、敏感的连接器，具有结构坚固、可靠性极高、成本高、耐恶劣环境等特征。**据中国产业信息网与中国报告网，我国军用连接器市场将维持较高增长、行业集中度提升等趋势：**2018 年市场规模近 90 亿元，前 6 家企业市占率达 78%（2013-2018 年提升约 19 个百分点），预计在“十三五”最后两年行业将加速增长，到 2020 年行业规模有望达到 125 亿。航天电器作为我国军用连接器的骨干企业，业绩望充分受益行业拐点到来。

投资新设广东华旃，深度布局民用连接器领域，公司打开成长轨道

2019 年 3 月公司以 1.02 亿自有资金与东莞扬明设立合资公司广东华旃(控股 51%)，经营范围将覆盖**民用连接器、精密模具和精密零件研发、生产和销售**，货物、技术进出口业务等。参股方东莞杨明承诺，广东华旃自 19 年 4 月起 36 个月内，应累计实现不低于 3750 万元的扣非净利润（不含由航天电器设计开发、委托广东华旃生产连接器产品所形成的利润）。据前瞻产业研究院，2018 年我国连接器行业总规模约 2600 亿元，其中军品占比约 6%，民品连接器空间广阔。我们认为，公司布局民品的战略将有望进一步推动企业进入中长期成长轨道。

盈利预测与评级：军用连接器行业迎来拐点，公司于前期持续布局中高端产品，整体产品结构有望聚焦核心高毛利率产品、实现提质增效，原有老旧产品销量或减少。将 2019-2021 年营收从 24.63%/27.35%/30.83%下调至 26%/25%/24%，营收为 35.7/44.6/55.3 亿元，归母净利润为 4.25/5.10/6.13 亿元，EPS 为 0.99/1.19/1.43 元，10 月 24 日收盘价 24.92 元，对应 PE 为 25.31/21.13/17.58x，维持“买入”评级。

风险提示：军用连接器行业增速不及预期，公司民品技术迭代慢于行业。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,612.13	2,834.08	3,570.95	4,463.68	5,534.97
增长率(%)	15.77	8.50	26.00	25.00	24.00
EBITDA(百万元)	664.93	768.81	602.96	719.60	870.25
净利润(百万元)	311.39	358.95	425.38	509.51	612.53
增长率(%)	19.28	15.27	18.51	19.78	20.22
EPS(元/股)	0.73	0.84	0.99	1.19	1.43
市盈率(P/E)	34.58	30.00	25.31	21.13	17.58
市净率(P/B)	4.54	4.00	3.62	3.20	2.81
市销率(P/S)	4.12	3.80	3.02	2.41	1.95
EV/EBITDA	13.74	11.48	17.59	14.75	12.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航天装备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.92 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	429.00
流通 A 股股本(百万股)	428.90
A 股总市值(百万元)	10,690.68
流通 A 股市值(百万元)	10,688.16
每股净资产(元)	6.83
资产负债率(%)	32.49
一年内最高/最低(元)	30.38/20.52

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com
邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com
潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com
许利天 联系人
xulitian@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《航天电器-半年报点评:前瞻指标放量营收高增，高景气度兑现业绩可期》 2019-08-20
2 《航天电器-季报点评:归母扣非净利润同比+45%，各项指标共同指向业绩改善》 2018-10-26
3 《航天电器-半年报点评:Q2 归母净利润+16.6%，未来指标优化明显，全年业绩可期》 2018-08-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	935.64	800.33	1,008.42	1,260.53	1,563.05
应收票据及应收账款	2,297.79	2,687.84	3,164.54	3,654.97	4,032.48
预付账款	39.22	63.23	64.73	69.54	86.67
存货	328.12	369.65	564.45	620.28	746.55
其他	20.90	22.20	47.44	25.45	67.23
流动资产合计	**3,621.67**	**3,943.25**	**4,849.59**	**5,630.77**	**6,495.98**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	491.84	552.37	548.35	542.29	532.36
在建工程	80.85	10.29	42.17	73.30	103.98
无形资产	87.31	111.23	115.62	126.44	133.69
其他	110.36	104.57	93.37	83.35	77.94
非流动资产合计	**770.35**	**778.46**	**799.52**	**825.39**	**847.98**
资产总计	**4,392.02**	**4,721.71**	**5,649.10**	**6,456.15**	**7,343.96**
短期借款	0.00	0.00	307.68	485.69	638.82
应付票据及应付账款	1,216.43	1,267.44	1,419.70	1,581.63	1,737.81
其他	160.84	152.08	196.29	206.20	269.01
流动负债合计	**1,377.27**	**1,419.51**	**1,923.67**	**2,273.52**	**2,645.65**
长期借款	0.00	0.00	42.18	57.39	54.59
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	184.83	116.17	160.91	153.97	145.00
非流动负债合计	**184.83**	**116.17**	**203.09**	**211.36**	**199.59**
负债合计	**1,562.10**	**1,535.68**	**2,126.75**	**2,484.88**	**2,845.23**
少数股东权益	457.90	494.98	544.89	601.50	669.56
股本	429.00	429.00	429.00	429.00	429.00
资本公积	422.47	482.21	482.21	482.21	482.21
留存收益	1,896.71	2,208.16	2,548.46	2,940.78	3,400.17
其他	(376.15)	(428.33)	(482.21)	(482.21)	(482.21)
股东权益合计	**2,829.92**	**3,186.02**	**3,522.35**	**3,971.28**	**4,498.73**
负债和股东权益总	**4,392.02**	**4,721.71**	**5,649.10**	**6,456.15**	**7,343.96**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**2,612.13**	**2,834.08**	**3,570.95**	**4,463.68**	**5,534.97**
营业成本	1,665.71	1,791.47	2,303.26	2,843.37	3,514.70
营业税金及附加	8.48	8.55	10.71	13.39	16.60
营业费用	98.28	103.98	92.84	142.84	193.72
管理费用	229.48	234.36	292.82	379.41	487.08
研发费用	237.06	301.63	357.09	468.69	570.10
财务费用	(13.39)	(17.41)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	22.63	13.95	12.00	13.00	16.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.52	0.00	3.00	2.50	1.50
其他	(16.45)	(33.29)	(6.00)	(5.00)	(3.00)
营业利润	**379.80**	**430.84**	**505.22**	**605.49**	**738.26**
营业外收入	13.18	15.58	20.00	20.00	15.00
营业外支出	1.61	1.16	1.20	1.32	1.23
利润总额	**391.38**	**445.26**	**524.02**	**624.17**	**752.03**
所得税	45.94	41.36	48.73	58.05	71.44
净利润	**345.43**	**403.90**	**475.28**	**566.12**	**680.59**
少数股东损益	34.04	44.95	49.90	56.61	68.06
归属于母公司净利润	**311.39**	**358.95**	**425.38**	**509.51**	**612.53**
每股收益（元）	0.73	0.84	0.99	1.19	1.43

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	345.43	403.90	425.38	509.51	612.53
折旧摊销	82.51	93.11	97.74	114.11	132.00
财务费用	(17.14)	0.30	0.00	0.00	0.00
投资损失	(0.52)	0.00	(3.00)	(2.50)	(1.50)
营运资金变动	(234.63)	(473.45)	(445.83)	(354.16)	(347.25)
其它	10.08	97.84	49.90	56.61	68.06
经营活动现金流	**185.73**	**121.71**	**124.19**	**323.57**	**463.83**
资本支出	124.78	169.60	85.26	156.94	168.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(195.39)	(270.55)	(212.26)	(304.44)	(327.47)
投资活动现金流	**(70.61)**	**(100.95)**	**(127.00)**	**(147.50)**	**(158.50)**
债权融资	0.00	0.00	349.86	543.08	693.41
股权融资	26.40	84.88	(53.73)	0.15	0.15
其他	(138.81)	(201.30)	(85.23)	(467.19)	(696.36)
筹资活动现金流	**(112.42)**	**(116.41)**	**210.90**	**76.03**	**(2.80)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**2.71**	**(95.65)**	**208.09**	**252.11**	**302.53**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.77%	8.50%	26.00%	25.00%	24.00%
营业利润	16.41%	13.44%	17.26%	19.85%	21.93%
归属于母公司净利润	19.28%	15.27%	18.51%	19.78%	20.22%
获利能力					
毛利率	36.23%	36.79%	35.50%	36.30%	36.50%
净利率	11.92%	12.67%	11.91%	11.41%	11.07%
ROE	13.13%	13.34%	14.29%	15.12%	16.00%
ROIC	19.49%	20.53%	19.72%	19.52%	20.79%
偿债能力					
资产负债率	35.57%	32.52%	37.65%	38.49%	38.74%
净负债率	-33.06%	-25.12%	-18.70%	-18.07%	-19.33%
流动比率	2.63	2.78	2.52	2.48	2.46
速动比率	2.39	2.52	2.23	2.20	2.17
营运能力					
应收账款周转率	1.29	1.14	1.22	1.31	1.44
存货周转率	8.40	8.12	7.65	7.54	8.10
总资产周转率	0.64	0.62	0.69	0.74	0.80
每股指标（元）					
每股收益	0.73	0.84	0.99	1.19	1.43
每股经营现金流	0.43	0.28	0.29	0.75	1.08
每股净资产	5.53	6.27	6.94	7.85	8.93
估值比率					
市盈率	34.58	30.00	25.31	21.13	17.58
市净率	4.54	4.00	3.62	3.20	2.81
EV/EBITDA	13.74	11.48	17.59	14.75	12.10
EV/EBIT	15.54	12.95	20.99	17.53	14.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com