

2020年01月15日

七一二 (603712.SH)

七一二：军用无线通信设备核心供应商，业绩加速释放

■事件：公司发布业绩预告，2019年实现归母净利润3.35-3.80亿元，同比增长49%-59%；扣非归母净利润3.05-3.5亿元，同比增加103-133%，业绩增长超市场预期。

■新产品列装带动业绩加速释放。

公司扣非归母净利润超过翻倍增长，其2018年政府补助7237万元，相较往年百万级别的量基数较大，2019前3季度政府补助为566万元，业绩增长主要来自订单释放。单就4季度而言，公司实现归母净利润2.23-2.68亿元，同比增长51%-81%；扣非归母净利润2.04-2.49亿元，同比增长155%-211%，相比前三季度，业绩加速释放。

公司近年来研发支出一直保持在24%附近，通过高比例研发投入坚持向系统集成、多兵种协同方向发展，实现了多项新产品的突破，如2018年年报的某直升机新型通信导航识别等系统项目，2019年中报的某型机综合射频系统、应急救援系统等重点项目研发实现系统级突破，某型机综合通信系统等重点项目进入试飞定型阶段等。随着研发项目落地形成销售，订单大幅增加，尤其是高毛利率产品收入增幅较大、占比提升。

资产负债表反映公司订单呈现加速释放态势。2019Q3预收款项同比增长55.86%，存货同比增长44.84%，均高于收入21%的增长；2019H1公司存货(23.12亿元，+59%)，其中发出商品(5.79亿元，+43%)，由于军品检验交付后需满足取得客户确认单和完成军品审价两个条件方可结转成本，而随着军改后军品审价的推进，发出商品后续将得以确认；在产品(9.42亿元，+60%)，主要因为通信终端正常生产交付周期为10-12个月，系统产品约为12-15个月，部分订单要求交付周期在3个月，因此提前备货。

■公司装备覆盖全兵种，在航空超短波领域有核心竞争优势。

公司专注无线通信行业发展，是我军无线通信装备的核心供应商与主要承制单位，是业内少数可以实现产品全军种覆盖的企业，是我国铁路无线通信领域的领军者和行业标准的主要制定者。

公司军品主要为航空无线终端(语音电台、数据链电台、数据处理终端等)、地面无线通信终端(手持、背负和车载终端)以及系统产品

公司快报

证券研究报告

通信终端及配件

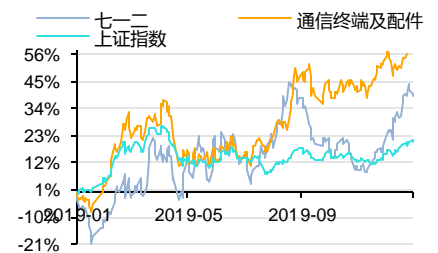
投资评级 **买入-B**
首次评级

6个月目标价：**30元**
股价(2020-01-14) **25.74元**

交易数据

总市值(百万元)	19,871.28
流通市值(百万元)	9,432.08
总股本(百万股)	772.00
流通股本(百万股)	366.44
12个月价格区间	14.61/26.77元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.01	10.91	11.64
绝对收益	17.7	14.2	34.16

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

相关报告

(机载CNI系统)，根据招股说明书，军品占比基本在80%以上。与中电科10所、海格通信、烽火电子、中原电子等相比，各有侧重，公司是我军超短波无线通信设备的主要供应商，尤其在机载超短波通信领域，具有核心技术研制能力。

军队信息化已经是我军武器装备建设重心，指挥控制一体化市场规模迅速增长。考虑到军改影响逐步落地，以20等为代表的新机型等核心装备放量的因素，公司成长性可期。

■关注天津地区国企混改进展。

公司控股股东为中环电子集团，其持有上市公司52.53%的股权；第二大股东为TCL集团，持有上市公司19.07%的股权。2019年为优化国有资本布局，天津市国资委的国有资本投资运营平台津智资本和天津渤海国有资产经营管理有限公司通过股权转让分别持有中环电子集团51%和49%的股权。津智资本作为市场化运作的国有资本投资运营平台和强力推进集团层面混改的重要抓手，肩负先进制造研发国有资本运营工作平台、市管企业混改操盘手、国资监管履职助推器的三重功能。积极开展高端装备、信息技术、新能源新材料板块国有资产市场化投资运营，推进国有股权有序进退。

■投资建议：公司是国内军用无线通信设备核心供应商，已实现全兵种覆盖，并在航空超短波领域具有核心技术优势。随着军改落地，军队信息化推进，以及高研发投入带来的高附加值产品定型，成长性可期。此外控股股东作为天津地区国企混改先锋，关注后续进一步混改推进。我们预计公司2019-2021年净利润分别为3.42、5.25、7.83亿元，对应当前股价的估值分别为58、38、25倍。首次覆盖，给与“买入-B”评级。

■风险提示：订单落地节奏不及预期；混改进展不达预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,485.2	1,625.6	2,194.5	3,116.2	4,362.7
净利润	194.2	224.9	342.2	524.9	783.1
每股收益(元)	0.25	0.29	0.44	0.68	1.01
每股净资产(元)	2.14	2.92	3.30	3.87	4.73
盈利和估值					
市盈率(倍)	102.3	88.3	58.1	37.9	25.4
市净率(倍)	12.0	8.8	7.8	6.7	5.4
净利润率	13.1%	13.8%	15.6%	16.8%	17.9%
净资产收益率	11.7%	10.0%	13.4%	17.6%	21.4%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%
ROIC	12.5%	11.8%	16.1%	22.6%	31.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,485.2	1,625.6	2,194.5	3,116.2	4,362.7	成长性					
减:营业成本	741.8	877.2	1,097.2	1,542.5	2,137.7	营业收入增长率	6.9%	9.4%	35.0%	42.0%	40.0%
营业税费	3.7	3.5	5.6	7.4	10.3	营业利润增长率	21.8%	11.2%	55.2%	51.7%	50.0%
销售费用	43.9	54.7	65.8	90.4	122.2	净利润增长率	22.3%	15.8%	52.2%	53.4%	49.2%
管理费用	452.0	105.8	133.9	183.9	248.7	EBITDA 增长率	20.0%	-19.9%	88.0%	44.4%	44.3%
财务费用	38.1	26.5	22.0	24.8	24.6	EBIT 增长率	16.6%	-23.0%	107.7%	49.4%	47.7%
资产减值损失	17.6	13.6	7.3	12.8	11.2	NOPLAT 增长率	25.1%	9.3%	44.4%	51.1%	46.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.2%	5.4%	7.7%	7.1%	12.0%
投资和汇兑收益	4.7	9.1	6.9	8.0	7.5	净资产增长率	13.3%	36.2%	13.0%	17.4%	22.2%
营业利润	201.2	223.7	347.3	527.0	790.3	利润率					
加:营业外净收支	0.4	-0.5	-0.1	-0.3	-0.2	毛利率	50.1%	46.0%	50.0%	50.5%	51.0%
利润总额	201.6	223.2	347.3	526.7	790.1	营业利润率	13.5%	13.8%	15.8%	16.9%	18.1%
减:所得税	7.4	-1.7	5.0	1.8	7.0	净利润率	13.1%	13.8%	15.6%	16.8%	17.9%
净利润	194.2	224.9	342.2	524.9	783.1	EBITDA/营业收入	18.5%	13.5%	18.8%	19.2%	19.7%
						EBIT/营业收入	15.6%	10.9%	16.8%	17.7%	18.7%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	140	123	87	58	40
货币资金	309.9	528.1	702.2	997.2	1,396.0	流动营业资本周转天数	326	346	283	223	181
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	682	770	730	683	655
应收账款	1,023.6	1,241.0	1,806.9	2,174.9	3,157.3	应收帐款周转天数	221	251	250	230	220
应收票据	166.7	360.0	188.6	417.3	309.8	存货周转天数	344	364	330	317	304
预付帐款	10.3	5.2	13.1	12.6	23.1	总资产周转天数	853	924	840	757	706
存货	1,390.2	1,895.4	2,127.8	3,356.6	4,006.6	投资资本周转天数	484	488	385	291	228
其他流动资产	7.9	14.8	11.4	13.1	12.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.7%	10.0%	13.4%	17.6%	21.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	4.8%	6.2%	6.9%	8.2%
长期股权投资	37.3	42.6	42.6	42.6	42.6	ROIC	12.5%	11.8%	16.1%	22.6%	31.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	571.2	543.8	518.0	493.3	468.3	销售费用率	3.0%	3.4%	3.0%	2.9%	2.8%
在建工程	6.3	10.9	15.4	17.7	18.9	管理费用率	30.4%	6.5%	6.1%	5.9%	5.7%
无形资产	54.5	53.9	51.0	48.2	45.3	财务费用率	2.6%	1.6%	1.0%	0.8%	0.6%
其他非流动资产	32.3	35.1	29.6	25.1	20.9	三费/营业收入	36.0%	36.2%	33.9%	33.2%	32.6%
资产总额	3,610.3	4,730.8	5,506.7	7,598.4	9,500.8	偿债能力					
短期债务	450.0	295.0	442.8	544.6	587.1	资产负债率	54.2%	52.4%	53.8%	60.7%	61.6%
应付帐款	561.9	1,027.6	1,125.5	2,069.1	2,479.4	负债权益比	118.3%	110.0%	116.4%	154.4%	160.2%
应付票据	101.1	153.1	182.2	332.0	439.9	流动比率	1.66	1.71	1.69	1.52	1.53
其他流动负债	639.5	885.1	1,111.8	1,646.4	2,324.4	速动比率	0.87	0.91	0.95	0.79	0.84
长期借款	183.0	100.0	79.1	-	-	利息保障倍数	6.06	6.72	16.77	22.23	33.16
其他非流动负债	21.1	17.5	20.3	19.6	19.1	分红指标					
负债总额	1,956.6	2,478.3	2,961.7	4,611.8	5,850.1	DPS(元)	0.03	0.05	0.06	0.11	0.15
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	11.9%	17.2%	14.5%	15.9%	15.2%
股本	672.0	772.0	772.0	772.0	772.0	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%
留存收益	981.7	1,480.5	1,773.0	2,214.7	2,878.7						
股东权益	1,653.7	2,252.5	2,545.0	2,986.7	3,650.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.25	0.29	0.44	0.68	1.01
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	2.14	2.92	3.30	3.87	4.73
净利润	194.2	224.9	342.2	524.9	783.1	PE(X)	102.3	88.3	58.1	37.9	25.4
加:折旧和摊销	46.5	46.5	44.1	45.3	46.7	PB(X)	12.0	8.8	7.8	6.7	5.4
资产减值准备	17.6	13.6	-	-	-	P/FCF	-566.9	-130.0	91.0	53.2	38.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	13.4	12.2	9.1	6.4	4.6
财务费用	39.1	28.8	22.0	24.8	24.6	EV/EBITDA	-	62.6	47.8	32.6	22.2
投资损失	-4.7	-9.1	-6.9	-8.0	-7.5	CAGR(%)	39.3%	51.6%	29.0%	39.3%	51.6%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	2.6	1.7	2.0	1.0	0.5
营运资金的变动	-211.8	-189.2	-193.4	-194.8	-334.3	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.6	2.2	3.0
经营活动产生现金流量	79.9	120.5	208.0	392.2	512.5	REP	-	5.4	5.2	3.4	2.2
投资活动产生现金流量	-18.8	-17.0	-13.1	-12.0	-12.5						
融资活动产生现金流量	-95.0	88.9	-20.9	-85.3	-101.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

冯福章、张傲声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034