

天奥电子 (002935)

证券研究报告
2020年02月18日

国内时频稀缺龙头，有望受益卫星互联网对低延时需求增加

我国航空航天领域原子钟龙头供应商，为客户提供完善的时频解决方案
天奥电子是国内领先的时间频率企业，主要产品包括原子钟、晶体器件、时频板卡及模块、频率组件及设备、时间同步设备及系统，主要应用于航空航天、卫星导航、军民用通信及国防装备等领域，参加了载人航天、探月工程、北斗卫星导航系统等国家重大工程，也是华为 5G 通信的时频设备供应商。2018 年总营收 8.64 亿元，同比+5.35%，归母净利润 0.97 亿元，同比+4.93%；2019 前三季度公司营收 4.35 亿元，总同比+2.58%，归母净利润 0.34 亿元，同比+7.18%，业绩持续稳健增长。

全球卫星互联网建设已启动，公司有望受益于卫星通信新风口

原子钟是卫星的“心脏”，通过原子这一微小量子构件，通过原子跃迁发出的高精度电磁波，结合微波信号处理技术实现输出，进而实现精密的时间测量，目前卫星中普遍应用的氢、铷、铯原子钟都是基于这一工作原理。目前，各国纷纷将卫星互联网建设上升为国家战略，SpaceX 提出 1.2 万颗太空“星链”计划：预计 2027 年 11 月前发射 12000 颗，截至目前已发射 300 颗工作卫星组网；该项目或倒逼我国卫星互联网产业发展。我国或需入轨 1.1 万颗左右卫星，出现 1-2 个超级星座，卫星制造端 2021 年或达 22.5 亿美元\2027 年或达 58.1 亿美元。卫星互联网的建设将有望使车联网等需要低通信延时、高定位精度的应用场景得到广泛应用，公司亦有望充分受益卫星互联网与导航应用的新风口。

国家重大工程系统级配套，华为 Branch 设备/铷钟定制化供货商

公司是军用时间同步产品主要供应商，铷原子钟处于国际先进水平，铯/CPT 原子钟有望在国内率先产业化，产品已形成系统级供货，进入多个军工集团采购名录。此外，公司是华为时间频率供应商与合作方，为其提供新型定制产品轻量化合路器 Branch-Q、激光抽运小型铯原子钟、CPT 原子钟和铷原子钟产品，目前已实现批量配套，产品可用于 5G 基站。据中国产业信息网，2019 年我国将新建 5G 基站约 5 万个，2020 年约 30 万个。此外据通信世界网，2018 年华为已面向全球批量发货 5G、提供超过 1 万套 5G 基站，国内外 5G 发展可期。

背靠十所优质资产，国企资产证券化主线下平台价值凸显

公司是电科十所旗下上市平台（十所持股 43.3%）。据中国证券报，国防科工局启动的首批 41 家军工科研院所改制方案于 2018 年 5 月基本形成，军工行业院所改制望于今年进入关键实施阶段。2017 年电科十所净利润达 6.16 亿元，公司作为十所唯一上市平台的价值凸显。

盈利预测与评级：公司北斗手表等相关民品销售情况或略低于预期，将 19-20 年营收业绩增速从 15%/17%下调至 11%/13%，19-20 年营收从 9.9/11.6 亿元下调为 9.6/10.8 亿元，预计 21 年营收增速 16.5%，营收 12.6 亿元，19 年净利润从 1.15 亿元下调为 1.10 亿元，20 年净利润从 1.388 亿元上调至 1.3932 亿元，2021 年预计为 1.78 亿元，EPS 为 0.69/0.87/1.11 元，PE 为 49.85/39.45 /30.92x，维持买入评级。

风险提示：卫星产业发展延后风险，公司产品交付与结算不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	820.12	864.01	959.05	1,083.72	1,262.54
增长率(%)	7.73	5.35	11.00	13.00	16.50
EBITDA(百万元)	178.87	182.07	123.73	158.04	202.22
净利润(百万元)	92.52	97.08	110.26	139.32	177.73
增长率(%)	10.41	4.93	13.58	26.36	27.57
EPS(元/股)	0.58	0.61	0.69	0.87	1.11
市盈率(P/E)	59.41	56.62	49.85	39.45	30.92
市净率(P/B)	9.05	4.65	4.18	3.88	3.56
市销率(P/S)	6.70	6.36	5.73	5.07	4.35
EV/EBITDA	0.00	22.16	39.03	30.72	23.61

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	34.35 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	160.01
流通 A 股股本(百万股)	81.12
A 股总市值(百万元)	5,496.17
流通 A 股市值(百万元)	2,786.41
每股净资产(元)	7.44
资产负债率(%)	22.44
一年内最高/最低(元)	57.00/23.81

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

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 《天奥电子-首次覆盖报告:北斗系统/华为 5G 自主可控供应商，电科十所加成实现国产替代》 2019-04-18

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	187.76	515.06	665.67	638.97	719.91	营业收入	820.12	864.01	959.05	1,083.72	1,262.54
应收票据及应收账款	361.47	420.60	442.54	460.56	486.34	营业成本	561.15	589.42	650.23	728.80	839.59
预付账款	11.13	6.17	7.55	8.64	10.48	营业税金及附加	1.00	2.16	2.40	2.17	2.53
存货	321.89	289.30	324.81	343.26	365.73	营业费用	28.67	33.13	36.44	36.85	41.66
其他	0.41	182.69	62.16	82.44	109.28	管理费用	61.92	65.94	72.70	78.03	87.12
流动资产合计	882.66	1,413.81	1,502.74	1,533.87	1,691.74	研发费用	59.49	65.57	72.41	81.28	94.06
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	4.33	2.51	(2.14)	(2.36)	(2.46)
固定资产	31.45	25.80	56.07	102.32	145.17	资产减值损失	2.39	4.60	4.60	4.62	4.00
在建工程	5.14	23.79	50.27	78.16	76.90	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	8.21	8.00	7.79	7.57	7.36	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.00	4.68	4.11	4.26	4.35	其他	(2.53)	(6.46)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	48.79	62.27	118.23	192.32	233.78	营业利润	103.68	107.14	122.41	154.34	196.05
资产总计	931.45	1,476.08	1,620.97	1,726.19	1,925.52	营业外收入	0.58	0.07	0.10	0.11	0.12
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	250.67	245.92	259.82	266.54	330.50	利润总额	104.21	107.21	122.51	154.45	196.17
其他	17.29	30.75	29.19	26.25	32.81	所得税	11.70	10.13	12.25	15.14	18.44
流动负债合计	307.96	276.67	289.01	292.79	363.31	净利润	92.52	97.08	110.26	139.32	177.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	92.52	97.08	110.26	139.32	177.73
其他	16.39	16.51	15.79	16.23	16.18	每股收益(元)	0.58	0.61	0.69	0.87	1.11
非流动负债合计	16.39	16.51	15.79	16.23	16.18						
负债合计	324.35	293.18	304.80	309.01	379.49						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	80.00	106.67	160.01	160.01	160.01	成长能力					
资本公积	81.31	533.36	533.36	533.36	533.36	营业收入	7.73%	5.35%	11.00%	13.00%	16.50%
留存收益	527.10	1,076.23	1,156.17	1,257.17	1,386.03	营业利润	19.40%	3.34%	14.25%	26.09%	27.02%
其他	(81.31)	(533.36)	(533.36)	(533.36)	(533.36)	归属于母公司净利润	10.41%	4.93%	13.58%	26.36%	27.57%
股东权益合计	607.10	1,182.90	1,316.17	1,417.18	1,546.03	获利能力					
负债和股东权益总	931.45	1,476.08	1,620.97	1,726.19	1,925.52	毛利率	31.58%	31.78%	32.20%	32.75%	33.50%
						净利率	11.28%	11.24%	11.50%	12.86%	14.08%
						ROE	15.24%	8.21%	8.38%	9.83%	11.50%
						ROIC	21.18%	21.68%	16.26%	21.12%	22.59%
						偿债能力					
						资产负债率	34.82%	19.86%	18.80%	17.90%	19.71%
						净负债率	-23.92%	-43.33%	-50.38%	-44.91%	-46.40%
						流动比率	2.87	5.11	5.20	5.24	4.66
						速动比率	1.82	4.06	4.08	4.07	3.65
						营运能力					
						应收账款周转率	2.44	2.21	2.22	2.40	2.67
						存货周转率	2.44	2.83	3.12	3.24	3.56
						总资产周转率	0.88	0.72	0.62	0.65	0.69
						每股指标(元)					
						每股收益	0.58	0.61	0.69	0.87	1.11
						每股经营现金流	0.62	0.63	1.16	0.56	1.11
						每股净资产	3.79	7.39	8.23	8.86	9.66
						估值比率					
						市盈率	59.41	56.62	49.85	39.45	30.92
						市净率	9.05	4.65	4.18	3.88	3.56
						EV/EBITDA	0.00	22.16	39.03	30.72	23.61
						EV/EBIT	0.00	23.91	40.15	31.95	24.66

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

