

2020年03月18日

七一二 (603712.SH)

实现归母净利润 3.45 亿元，同比+53.52%，科研成果逐步转化及订单释放带动业绩加速释放

■事件：公司3月17日发布2019年度报告，实现营业收入（21.41亿元，+31.69%），归母净利润（3.45亿元，+53.52%），经营性现金流净额（2.21亿元，+83.56%）。

■科研成果逐步转化，新产品列装带动业绩加速释放

公司业绩增长主要来自于订单加速释放，公司通过常年高比例研发投入实现多项新产品突破，其中某无人机配套产品已实现批量列装，多款无线通信终端产品实现了武器平台推广与扩展，某机型综合射频系统进入实物竞标阶段、某指挥系统一体化通信设备进入鉴定试验阶段。此外公司高毛利率系统产品实现收入（6.17亿元，+59.23%），进而带动利润大幅增长，2019年毛利率46.59%，提升0.55pct，净利率16.11%，提升2.33pct。伴随研发成果逐步落地转化为销售业绩，订单及市场份额逐步增加，尤其是高毛利率产品收入增幅较大、占比提升推动公司利润增速显著高于营收增速。

存货及发出商品稳定增长反应公司订单呈现加速释放态势。2019年公司存货（23.60亿元，+25%），其中发出商品（6.28亿元，+17%），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并反应与收入中；在产品（10.31亿元，+29%），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。

应收、预收账款同比增长带动经营性现金流增幅显著。军改逐步落地后公司无线通信终端及系统产品订单不断增长，2019年应收账款（14.12亿元，+20.79%），预收账款（6.80亿元，+6.25%）均较往年稳步提升叠加公司全年回款情况良好，2019年公司实现经营活动产生现金流量净额（2.21亿元，+83.56%）。

■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主要供应商，产品应用遍布5大战区，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（机

公司快报

证券研究报告

国防军工

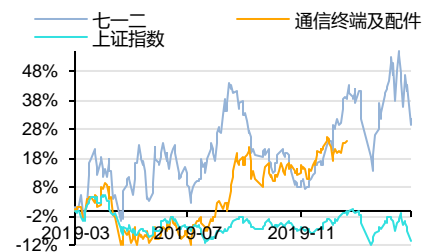
投资评级 **买入-B**
维持评级

股价（2020-03-17） **24.50 元**

交易数据

总市值（百万元）	18,914.00
流通市值（百万元）	8,977.70
总股本（百万股）	772.00
流通股本（百万股）	366.44
12个月价格区间	17.93/28.75 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.51	15.63	42.79
绝对收益	-1.33	7.6	34.78

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

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。

根据《军队建设发展“十三五”规划纲要》，军队信息化建设成为我军装备建设重点工作，指挥控制一体化市场规模迅速增长，公司紧跟军用通信装备发展趋势，多领域展开下一代通信关键技术的研究工作，同时深度参与军用超短波通信、数据链、卫星通信、卫星导航等诸多通信体制的制定，在军用无线通信领域已形成较强核心竞争力。考虑到军改影响逐步落地，以 20 等为代表的机型等核心装备放量的因素，公司成长性可期。

■城市轨交领域发展迅速，或成为未来业绩重要支撑

根据年报，公司精准把握城市轨交高速发展机遇，相继中标天津地铁 1 号线改造、4、10 号线、成都地铁 17、18 号线和佛山轨道交通 2 号线等多条线路，并成功新开辟广州、上海及西安等多个轨交通信业务，其中广州黄埔区有轨电车 1 号线和上海地铁十五号线均以公司自研 LTE 体制无线通信系统中标，新通信体制得到全面应用。到“十三五”末，全国将新增城市轨道运营里程 4,545 公里，运营线路长度将达 8,000 公里以上，巨大的城市轨道投资将带动城市轨道交通调度指挥系统的旺盛需求，公司通过对轨道交通系统基于 LTE 及下一代的系统解决方案研究及加大系统集成开拓力度，已参与多条线路项目的方案设计，为后续拓展市场打下良好开端。

■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 2020-2022 年净利润分别为 5.24、7.69、11.01 亿元，对应当前股价的估值分别为 36、25、17 倍，维持“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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,625.6	2,140.7	3,039.7	4,255.6	5,957.9
净利润	224.9	345.3	524.0	768.7	1101.0
每股收益(元)	0.29	0.45	0.68	1.00	1.43
每股净资产(元)	2.92	3.31	3.93	4.89	6.22

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	84.1	54.8	36.1	24.6	17.2
市净率(倍)	8.4	7.4	6.2	5.0	3.9
净利润率	13.8%	16.1%	16.7%	17.7%	18.3%
净资产收益率	10.0%	13.5%	16.8%	20.1%	22.9%

股息收益率	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.4%
ROIC	11.8%	16.0%	21.2%	28.2%	34.9%

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,625.6	2,140.7	3,039.7	4,255.6	5,957.9	成长性					
减:营业成本	877.2	1,143.3	1,504.7	2,085.3	2,919.4	营业收入增长率	9.4%	31.7%	42.0%	40.0%	40.0%
营业税费	3.5	4.7	6.9	9.4	13.2	营业利润增长率	11.2%	52.2%	47.5%	48.6%	44.6%
销售费用	54.7	62.0	91.2	123.4	166.8	净利润增长率	15.8%	53.5%	46.8%	48.6%	44.4%
管理费用	105.8	115.9	918.0	1,280.9	1,769.5	EBITDA 增长率	126.7%	39.3%	-35.3%	43.4%	41.2%
财务费用	26.5	18.4	17.0	15.4	13.1	EBIT 增长率	151.1%	42.4%	-37.1%	46.7%	43.4%
资产减值损失	13.6	-	6.8	3.4	5.1	NOPLAT 增长率	9.3%	43.5%	44.6%	46.7%	43.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.4%	8.9%	10.6%	15.9%	19.1%
投资和汇兑收益	9.1	11.1	6.9	8.0	7.5	净资产增长率	36.2%	13.6%	18.1%	23.9%	27.2%
营业利润	223.7	340.4	502.1	745.9	1,078.3	利润率					
加:营业外净收支	-0.5	2.2	0.9	1.5	1.2	毛利率	46.0%	46.6%	50.5%	51.0%	51.0%
利润总额	223.2	342.6	502.9	747.4	1,079.5	营业利润率	13.8%	15.9%	16.5%	17.5%	18.1%
减:所得税	-1.7	-2.7	-3.9	-5.8	-8.4	净利润率	13.8%	16.1%	16.7%	17.7%	18.3%
净利润	224.9	345.3	506.8	753.2	1,087.8	EBITDA/营业收入	38.3%	40.5%	18.5%	18.9%	19.1%
						EBIT/营业收入	35.7%	38.6%	17.1%	17.9%	18.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	123	92	65	45	31
						流动营业资本周转天数	346	288	230	195	172
						流动资产周转天数	770	739	656	630	615
						应收帐款周转天数	251	224	190	197	193
						存货周转天数	364	358	327	314	304
						总资产周转天数	924	857	739	687	655
						投资资本周转天数	488	397	307	249	209
						投资回报率					
						ROE	10.0%	13.5%	16.8%	20.1%	22.9%
						ROA	4.8%	6.3%	7.2%	8.2%	8.7%
						ROIC	11.8%	16.0%	21.2%	28.2%	34.9%
						费用率					
						销售费用率	3.4%	2.9%	3.0%	2.9%	2.8%
						管理费用率	6.5%	5.4%	30.2%	30.1%	29.7%
						财务费用率	1.6%	0.9%	0.6%	0.4%	0.2%
						三费/营业收入	11.5%	9.2%	33.8%	33.4%	32.7%
						偿债能力					
						资产负债率	52.4%	53.2%	57.0%	59.4%	61.7%
						负债权益比	110.0%	113.6%	132.3%	146.5%	161.3%
						流动比率	1.71	1.67	1.59	1.57	1.54
						速动比率	0.91	0.84	0.80	0.79	0.78
						利息保障倍数	21.90	44.80	30.54	49.45	83.37
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	-	0.06	0.04	0.09
						分红比率	17.2%	0.0%	8.6%	4.3%	6.4%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.4%

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	528.1	530.1	729.5	1,021.3	1,429.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,241.0	1,426.0	1,782.6	2,874.9	3,513.2
应收票据	360.0	-	506.6	202.6	790.3
预付帐款	5.2	8.0	8.7	14.4	18.0
存货	1,895.4	2,360.4	3,156.7	4,257.5	5,798.1
其他流动资产	14.8	423.4	148.7	195.6	255.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	42.6	47.5	47.5	47.5	47.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	543.8	555.5	538.9	519.7	498.6
在建工程	10.9	24.3	22.1	21.1	20.5
无形资产	53.9	53.5	50.3	47.1	43.9
其他非流动资产	35.1	36.2	28.0	24.4	21.8
资产总额	4,730.8	5,464.7	7,019.7	9,226.3	12,437.7
短期债务	295.0	320.0	357.9	358.7	349.7
应付帐款	1,027.6	1,416.5	1,783.9	2,762.6	3,602.9
应付票据	153.1	227.8	315.6	437.4	616.8
其他流动负债	885.1	880.3	1,522.0	1,907.0	3,089.9
长期借款	100.0	44.0	-	-	-
其他非流动负债	17.5	17.8	18.8	18.0	18.2
负债总额	2,478.3	2,906.4	3,998.1	5,483.8	7,677.4
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	772.0	772.0	772.0	772.0	772.0
留存收益	1,480.5	1,786.3	2,249.6	2,970.5	3,988.3
股东权益	2,252.5	2,558.3	3,021.6	3,742.5	4,760.3

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	224.9	345.3	506.8	753.2	1,087.8
加:折旧和摊销	46.5	46.0	42.0	43.4	44.8
资产减值准备	13.6	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	28.8	21.8	17.0	15.4	13.1
投资损失	-9.1	-11.1	-6.9	-8.0	-7.5
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-189.2	-576.9	-273.7	-453.3	-625.1
经营活动产生现金流量	120.5	221.2	285.2	350.7	513.1
投资活动产生现金流量	-17.0	-62.9	-13.1	-12.0	-12.5
融资活动产生现金流量	88.9	-161.4	-72.6	-46.9	-92.1

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.29	0.45	0.68	1.00	1.43
BVPS(元)	2.92	3.31	3.93	4.89	6.22
PE(X)	84.1	54.8	36.1	24.6	17.2
PB(X)	8.4	7.4	6.2	5.0	3.9
P/FCF	-123.7	445.0	80.5	58.9	39.7
P/S	11.6	8.8	6.2	4.4	3.2
EV/EBITDA	22.1	21.4	33.1	22.7	15.7
CAGR(%)	49.6%	46.6%	39.2%	50.6%	47.2%
PEG	1.7	1.2	0.9	0.5	0.4
ROIC/WACC	1.1	1.5	2.1	2.7	3.4
REP	5.4	4.9	3.3	2.1	1.4

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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@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