

航天电子 (600879) 2019 年报点评: 军品业务收入创历史新高, 同比增长 10.50%

行业分类: 国防军工

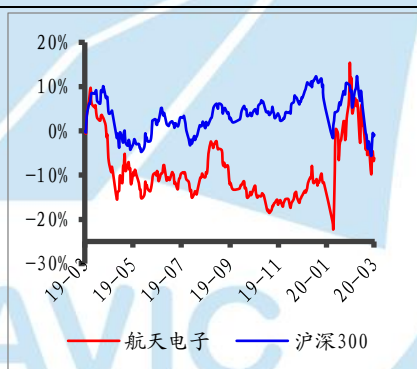
2020 年 3 月 27 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2020.3.27)	6.52
目标价格	7.60

基础数据 (2020.3.27)

上证指数	2772.20
总股本 (亿股)	27.19
流通 A 股 (亿股)	24.18
资产负债率	55.56%
ROE	3.70%
PE (TTM)	38.69
PB (LF)	4.55

上市以来公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

➤ **事件:** 公司 3 月 27 日公告, 2019 年营收 137.12 亿元 (+1.35%), 归母净利润 4.58 亿元 (+0.34%), 毛利率 14.04% (+1.58pcts), 净利率 3.66% (-0.03pcts)。

➤ **投资要点:**

● 军品业务收入再创新高, 而民品业务收入出现下滑

公司 2019 年营收及归母净利润均保持了稳健增长, 同比增长 1.35% 和 0.34%。受到公司产品附加值较高的军品业务收入占比提升影响, 公司毛利率实现增长。但受到销售人员数量及人工成本增加影响, 公司销售费用出现了较大增长 (2.74 亿元, +20.18%), 同时公司加大了对电线电缆领域新产品的研发力度, 使研发支出占营业收入的比例首次达到 4.11% (+1.14pcts), 创近五年新高, 导致公司净利率出现小幅下滑。

分业务来看, 军品方面, 受到国内航天发射及型号任务的增长, 公司 2019 年军品业务收入创历史新高, 达到 90.36 亿元 (+10.50%), 占总收入比例为 65.90% (+5.46pcts), 同时公司采取加强质量管控、优化财务结构等措施, 使军品毛利率稳中有升 (22.88%, +0.87pcts)。具体来看, 公司从事军品业务的主要子公司包括航天长征及上海航天, 二者收入合计 29.65 亿元 (+12.67%), 均实现了稳定增长。从历史公司军品收入增速来看, 2018 年公司军品收入增速仅为 -0.62%, 我们认为, 由于公司军品收入与航天项目的开展密切相关, 2017 年长征五号遥二火箭的失利导致了部分航天项目开展出现推迟, 进而传导至公司军品业务的开展, 导致公司军品收入出现下滑, 而 2019 年长征五号遥三火箭的成功发射则将推动我国 2020 年诸多航天项目 (如探月、探火和空间站任务) 的开展, 公司军品业务也有望保持稳定增长, 再创历史新高。

民品方面, 受到子公司普利门的业务收缩以及航天电工收入下降 (2019H1 航天电工收入同比下降 6.61%) 影响, 民品收入合计 45.06 亿元 (-14.39%), 在近五年内首次出现了收入下滑, 由于普利门在 2018 年已计提存货跌价准备 0.71 亿元, 同时出现了经营亏损 0.5 亿元的现象, 2019 年公司开展精简人员、压缩规模等方式止损, 因此我们认为, 2020 年公司民品业务出现下滑的更主要原因在于国内民用低端电线电缆产能过剩, 导致了主营业务包含民用电缆的航天电工业绩出现下滑。同时, 受市场价格竞争、原材料价格上涨等综

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

合因素影响，公司民品业务成本上升，毛利率出现下滑（9.76%，-0.76pcts）。

两金方面，2019 年末，公司存货达 104.01 亿元（+28.88%），公司应收账款为 61.96 亿元（+1.12%），两金合计占公司总资产比例达到 60.85%。具体来看，存货中在产品账面价值为 71.69 亿元（+43.47%），占总存货账面价值的 68.93%。我们认为，结合 2020 年是“十三五”收官之年，多个航天重大工程即将收官或正式启动的背景来看，公司存货及应收账款较高的主要原因是公司为 2020 年的航天工程项目配套做备货准备所致，而该部分存货有望在 2020 年兑现至公司业绩。应收账款方面，由于公司航天军品当前主要以航天工程项目配套为主，受军工体制影响，可能将继续维持在较高水平；现金流方面，公司加大了应收账款催收力度、强化了经营活动的现金支出管理，经营活动产生的现金流量净额为 2.59 亿元（+348.78%），创近五年新高。

● 航天科技集团旗下航天电子业务平台，布局航天电子产品及电线电缆两大业务领域

公司是中国航天科技集团有限公司旗下从事航天电子专业产品研发与生产销售的高科技上市公司，主营业务为航天电子产品的研发与生产销售及电线、电缆产品研发与生产销售。

① 航天电子产品业务

公司的航天电子产品业务种类较多，主要应用于运载火箭、飞船、卫星等航天领域。具体可细分为军民用无人机系统、精确制导武器系统；测控通信系统、遥感信息系统、卫星应用等系统级产品；军民用惯性导航产品、卫星导航产品、遥测遥控设备、精确制导与电子对抗设备、计算机技术及软硬件等专用设备；军民用集成电路、传感器、继电器、电连接器、微波器件、精密机电产品等四大类。

军民用无人机系统、精确制导武器方面，公司的飞鸿 98 大商载无人运输系统取得大载重、异地转场飞行试验圆满成功，同时多项新型无人机技术完成关键技术验证，另外多型新研的精确制导产品已经成功完成搭载飞行试验，针对公司该细分业务领域我们建议重点关注飞鸿 98 无人机适航取证工作进展。

测控通信系统等系统级产品与各类专用设备方面，公司主要以航天配套产品为主，2019 年公司圆满完成了以“嫦娥四号月球探测”、“长征五号”遥三火箭、和“北斗三号”导航卫星为代表的航天发射配套科研生产任务，同时高性能、高可靠、高速解调设备产品圆满完成海洋遥感卫星北极接收任务。我们认为公司该类细分业务与我国航天发射型号任务相关性较强，受我国传统航天及商业航天产业发展影响较大。

各类军民用集成电路及电子器件方面，公司突破了高可靠长寿命 SoC 技术，可有效地解决了恶劣环境下 SoC 抗干扰、抗冲击和长寿命技术难题；同时开发了国内首件厚膜热电堆式热流传感器，在航天各类产品气动热实验中有广泛的应用等。核心芯片上，公司分别研制出 3GHz、13GHz 两款抗辐照频率合成器等。“面向 5G 通信用宽带 A/D、D/A 转换器技术”荣获 2019 年中国先进技术转化应用大赛银奖第一名，“抗辐照多模卫星导航 SoC 芯片”项目获得 2019 年度卫星导航定位科技进步奖一等奖，“功率驱动电路”项目获中国半导体创新产品和技术奖。我们认为，公司在该业务领域产品的技术积累大多来源于航天定制产品开发，具有较高的技术水平，因此在关注该类产品技术在航天产业中的应用时，也应重点关注其在民用集成电路和电子器件市场上的拓展。

② 电线电缆业务

公司电线、电缆业务为电线、电缆产品的研发生产及销售，主要包括民用导线、电缆及军用特种电缆产品。民用导线、电缆主要用于输变电工程、各类电力传输等领域，军用特种电缆主要用于航天军工、核电等领域。

受到国内民用中低端电线电缆产能过剩影响，公司民用电线电缆业务存在业务下滑的问题，对此公司加大了电线电缆领域新产品研发力度，完成“超 A 类阻燃低压电力电缆”、“铝包钢芯超耐热（210℃）铝合金型线绞线”等高附加值线缆重点产品的研制，并持续推进产品结构调整，加大特高压、轨道交通等高附加值产品市场开拓力度。我们认为，尽管近年来，公司民用电线电缆业务收入出现下滑，但基于公司在军用及特种电缆上具有的技术储备，在公司电线电缆业务的结构调整和转型升级下，公司该部分业务的收入有望恢复增长，毛利率有望得到提升。

● **新冠肺炎疫情对公司业务影响有限，2020 年公司业绩有望受益于航天产业的快速发展**

2020 年，新冠肺炎疫情对我国宏观经济整体产生了一定影响。具体到对公司各项业务的影响，航天电子产品业务方面，公司航天电子产品业务发展与我国航天发射等型号任务关联性较强，一方面，从当前第 54 颗北斗导航卫星成功发射、新一代载人飞船试验船测试完成、长五 B 搭载空间站核心舱完成发射场合练、长征二号丙运载火箭成功发射遥感三十号 06 组卫星等诸多航天任务的顺利开展可以看出，我国今年的航天项目推进总体受疫情影响有限；另一方面，公司实际控制人航天科技集团在 2 月 10 日所属基层单位已全面有序开始复工复产，同时本次新冠肺炎疫情导致的停工停产时间与春节假期存在部分重叠，因此疫情对公司的航天电子产品业务的影响预计较小。

电线电缆业务方面，由于公司子公司航天电工位于新冠肺炎疫情重灾区，停工停产时间较长，但我们认为，公司子公司航天电工由于在 2019 年收入已经出现一定幅度下滑，同时公司电线电缆业务正处于向特种电缆及军用电缆等高附加值产品转型阶段，业务进一步下滑的可能性较小，且伴随我国疫情形势好转，航天电工已实现复工复产，预计其受到疫情的影响有限，而疫情结束后或将出现的基建增长机遇也有利于公司电线电缆业务恢复增长。

同时，在 2019 年末长征五号遥三火箭的成功发射以及“十三五”收官之年到来的背景下，2020 年北斗三号导航系统建设、高分专项工程以及探月工程项目都将迎来收官，而火星探测计划、登月计划、空间站建设及北斗三号导航应用展开等诸多航天产业新的重大项目也即将开展，仅航天科技集团就已披露 2020 年航天发射量有望超过 40 次，我们预计全年全国的航天发射量合计或超 50 次，整体来看，我国航天产业将进入一个国家队与商业航天齐头并进的快速发展期，航天产业市场规模有望保持高速增长，将对公司未来航天电子产品业务的业绩产生积极影响。

投资建议

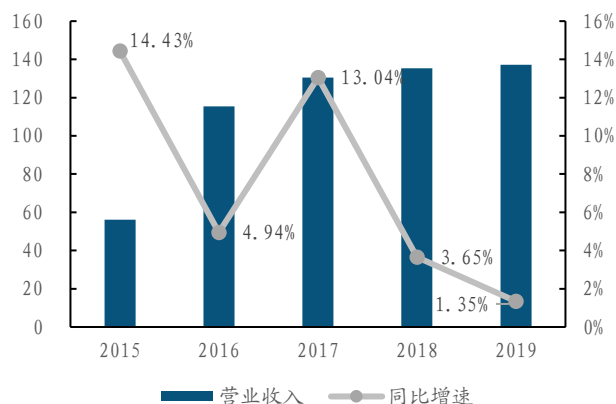
我们认为，公司作为航天科技集团旗下航天电子产品平台，在我国航天发射型号任务配套市场中具有较强的技术竞争力。目前新冠肺炎疫情对公司各项业务影响有限，伴随 2020 年多个重大工程即将收官或正式启动，中国航天或将迎来高光时刻，公司相关航天电子配套业务的收入也有望持续保持增长；建议对公司飞鸿 98 无人机的适航取证工作保持重点关注，该工作的推进将为公司无人机业务的商业化运营奠定基础，促使该业务成为公司新的收入增长点；公司在航天定制电子相关产品研发中的技术积淀有助于公司拓展新的民用电子相关产品市场；公司在高附加值线缆业务上研发投入的增长以及在高端线缆领域的技术积累，有望促进公司电线电缆业务的结构调整及转型升级，进而促使公司电线电缆业务收入出现增长，毛利率得到改善。

基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 150.22 亿元、166.17 亿元和 185.62 亿元，归母净利润分别为 5.07 亿元、5.62 亿元、6.40 亿元，EPS 分别为 0.19 元、0.21 元、0.24 元，当前股价分别对应 34 倍、31 倍及 27 倍 PE，参考同行业上市公司，给予 2020 年公司 40 倍 PE 估值，对应目标价格 7.60 元。

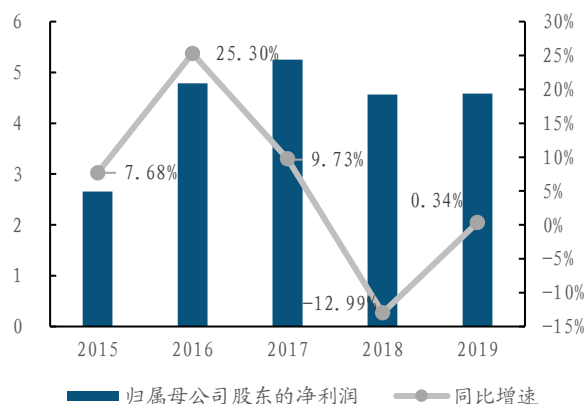
- **风险提示：**航天发射任务存在风险、电线电缆业务转型不及预期、
- **盈利预测：**

单位: 亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	135.30	137.12	150.22	166.17	185.62
增长率 (%)	3.65	1.35	9.55	10.62	11.71
归属母公司股东净利润	4.57	4.58	5.07	5.62	6.40
增长率 (%)	-12.99	0.34	10.53	10.87	13.90
每股收益 (EPS)	0.17	0.17	0.19	0.21	0.24

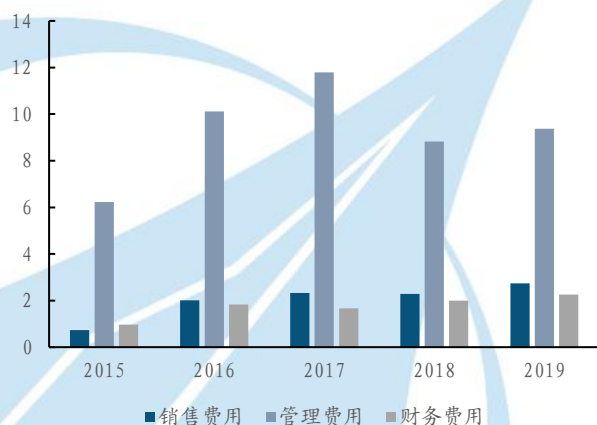
数据来源：WIND，中航证券金融研究所

◆ 2015-2019 年公司年报主要财务数据
图 1：公司年报营业收入及增速（单位：亿元；%）


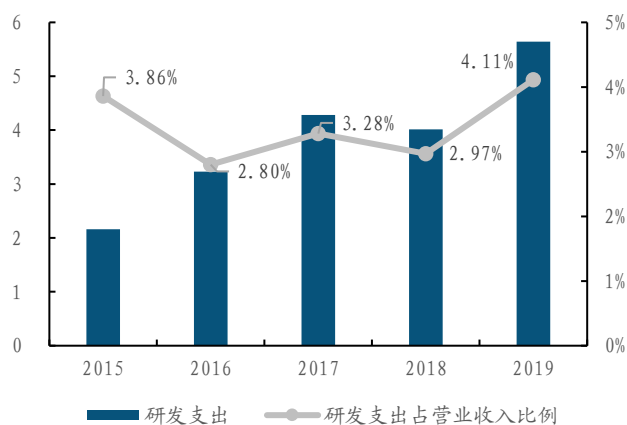
资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 2：公司年报归母净利润及增速（单位：亿元；%）


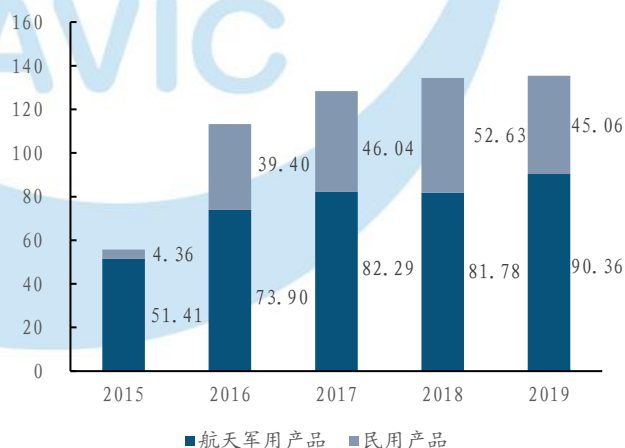
资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 3：公司年报三费情况（单位：亿元）


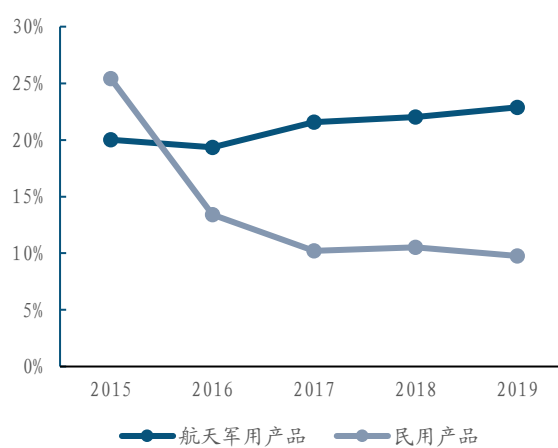
资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 4：公司年报研发支出及其占营收比例情况（单位：亿元；%）


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 5：公司近五年各主营业务收入情况（亿元；亿元）


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 6：公司近五年主要业务毛利率情况（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）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13712.21	15021.97	16616.76	18561.90
减：营业成本	11079.09	12122.62	13403.08	14980.84
营业税金及附加	52.87	60.09	64.81	64.97
销售费用	274.45	301.94	338.98	387.94
管理费用	937.72	1680.96	1831.17	2041.81
财务费用	225.76	186.16	235.01	245.05
资产减值损失	0.00	30.00	30.00	30.00
加：投资收益	-0.25	0.21	0.24	0.67
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	576.68	640.42	713.95	811.97
加：其他非经营损益	8.50	8.56	8.25	8.60
利润总额	585.17	648.98	722.20	820.56
减：所得税	83.89	101.86	111.97	126.15
净利润	501.29	547.12	610.23	694.42
减：少数股东损益	43.00	40.58	48.62	54.76
归属母公司股东净利润	458.29	506.54	561.60	639.66
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2897.04	3755.49	4154.19	4640.48
应收和预付款项	8794.18	9992.91	10977.55	12357.43
存货	10400.68	10538.55	11965.18	13260.57
其他流动资产	1231.51	49.29	53.33	60.02
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	5081.32	4825.46	4525.31	4201.10
无形资产和开发支出	722.92	707.51	692.09	676.67
其他非流动资产	100.61	96.79	92.44	86.82
资产总计	29228.27	29966.00	32460.08	35283.08
短期借款	3720.50	5545.76	5998.33	6385.57
应付和预收款项	8608.93	8556.35	9424.60	10671.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3909.30	2473.86	3036.89	3531.62
负债合计	16238.73	16575.97	18459.82	20588.40
股本	2719.27	2719.27	2719.27	2719.27
资本公积	4776.83	4776.83	4776.83	4776.83
留存收益	4730.63	5237.18	5798.78	6438.44
归属母公司股东权益	12373.36	12733.28	13294.89	13934.55
少数股东权益	616.18	656.75	705.38	760.14
股东权益合计	12989.54	13390.03	14000.26	14694.68
负债和股东权益合计	29228.27	29966.00	32460.08	35283.08
现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	259.28	-431.57	384.78	556.97
投资活动现金流净额	-523.40	-202.30	-202.44	-201.46
筹资活动现金流净额	1454.38	1492.32	216.36	130.78
现金流量净额	1190.66	858.45	398.70	486.29

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送发或为任何就送发、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。