

航天电器 (002025)

证券研究报告

2020年04月14日

受益航天装备/5G 通信拐点需求，综合互联方案商或迎新起点

国防/5G 拉动 19 年收入增长 24.69%，预算显示 20 年收入增速将维持中高速增长
4 月 14 日公司发布 2019 年报，年内全面落实“领域营销”市场策略，抢抓 5G 通讯及信息化、智能化带来的新机遇，新产品、新市场、新领域取得突破性进展，年内产品订货、营业收入再创新高：营收 35.34 亿元，同比+24.69%，归母净利润 4.02 亿元，同比+12.06%，毛利率 34.9%，净利率 12.98%，研发费用 3.78 亿元，占收入 10.7%，三费占收入比例 10.29%，相比去年同期下降 1.03 个百分点，ROE 达 14.08%。同日公司发布《第六届董事会第四次会议决议公告》，2020 年计划实现主营业务收入 42 亿元，相比 2019 年增速 19%，我们认为公司 2020 年收入增速有望突破 20%。

重点产品：2019 年连接器营收 22.15 亿元，同比实现 34.3%的中高速增长，毛利率 37%，主要受益于国防与 5G 需求的增长，以及 2019 年新设连接器企业贡献较高民用收入。此外公司经营性现金流大幅改善，应收账款及票据 30.48 亿元，占收入比例 86.26%，同比下降 8.58 个百分点，经营性现金流净额 2.65 亿元，同比大幅增加 1.44 亿元，其增量占归母净利润比例高达 35.71%。

综合互联系统解决方案商，70%以上高端客户，受益航天天基系统建设或迎拐点
公司 70%以上的产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户，军品基本覆盖全部装备领域，其研制生产的产品参与多个航天项目，如长征五号遥三、北斗、国家载人航天工程、探月工程等重大工程配套任务，已成为我国高端连接器/继电器/微特电机/光电子行业核心骨干企业。

我国北斗 3 号卫星系统最后一颗卫星计划于 2020 年 5 月发射，卫星互联网或将开启建设，公司作为航天系骨干高端电子元器件及综合互联系统供应商将充分受益。

新设广东华旌破局高速传输连接器，受益 5G 基站与 IDC 建设

2019 年 3 月公司投资新设广东华旌（控股 51%），主导产品为消费电子/通讯用连接器，成功布局高速传输连接器市场，民品品类得到升级。据通信信息报 2 月 26 日新闻，电信、联通宣布，力争于前三季度提前完成全年 25 万座基站的建设目标，中移动宣布确保 2020 年建成 30 万座 5G 基站的建设发展目标。我们认为，高速连接器、射频连接器是新一代信息传输的核心物理层媒介，公司将成为信息技术连接器自主化的重要企业。

航天科工集团 2019 年下半年工作会议启动管理创新，股权激励有望出台

科工集团党组在继续大力推进技术创新的同时，从 2018 年起积极开展商业模式创新的系统性工作，今年启动管理创新的系统性工作。其中重点举措包括，基于实际绩效的激励机制与股权激励（骨干员工持股）。

盈利预测与评级：航天/5G 通信产业机遇来临，公司将迎下游需求增长机遇，将 20-21 年营收增速从 25%/24%上调至 25.16%/25.13%，预计 22 年营收增速为 25.16%，20-22 年营收 44.23/55.34/69.27 亿元，归母净利润 4.82/5.92/7.51 亿元，EPS 为 1.12/1.38/1.75 元，PE 为 22.57/18.38/14.5x，维持“买入”评级。

风险提示：军工产品交付节奏波动，民品 5G 基站建设速度低于预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,834.08	3,533.71	4,422.97	5,534.40	6,927.11
增长率(%)	8.50	24.69	25.16	25.13	25.16
EBITDA(百万元)	768.81	966.97	628.19	736.71	961.52
净利润(百万元)	358.95	402.23	482.34	592.32	750.75
增长率(%)	15.27	12.06	19.91	22.80	26.75
EPS(元/股)	0.84	0.94	1.12	1.38	1.75
市盈率(P/E)	30.33	27.07	22.57	18.38	14.50
市净率(P/B)	4.05	3.59	3.24	2.84	2.45
市销率(P/S)	3.84	3.08	2.46	1.97	1.57
EV/EBITDA	11.48	11.41	16.81	14.37	11.09

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	24.63 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)	10,566.27
流通 A 股市值(百万元)	10,563.78
每股净资产(元)	7.07
资产负债率(%)	34.26
一年内最高/最低(元)	30.30/21.68

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

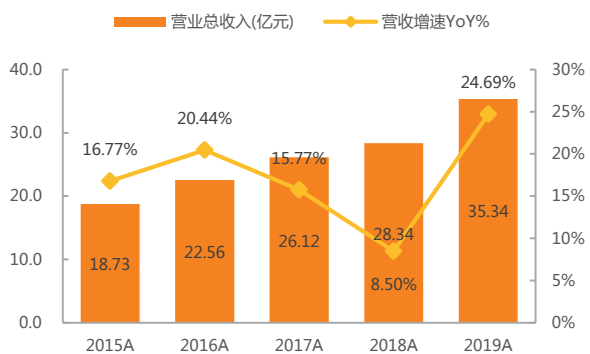


资料来源：贝格数据

相关报告

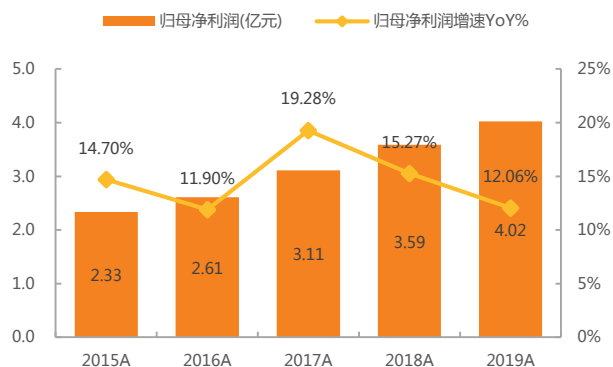
- 《航天电器-季报点评:Q3 研发投入带动毛利率企稳回升，全年业绩望伴随行业迎来反弹》2019-10-24
- 《航天电器-半年报点评:前瞻指标放量营收高增，高景气度兑现业绩可期》2019-08-20
- 《航天电器-季报点评:归母扣非净利润同比+45%，各项指标共同指向业绩改善》2018-10-26

图 1：2015-2019 年航天电器营收及其增速



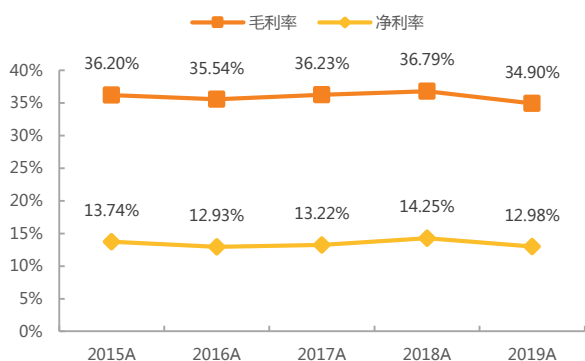
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2015-2019 年航天电器归母净利润及其增速



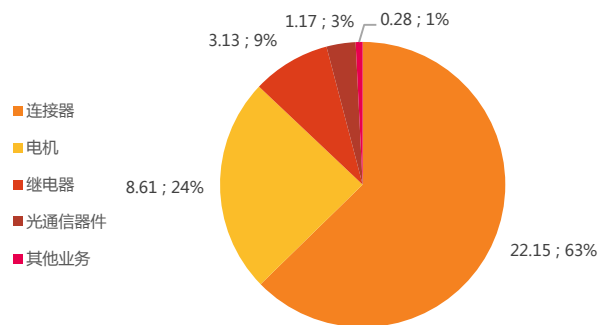
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2015-2019 年航天电器毛利率与净利率情况



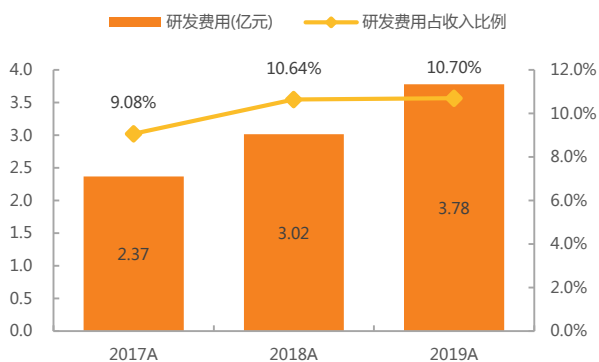
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2019 年航天电器分板块业务拆分(单位：亿元)



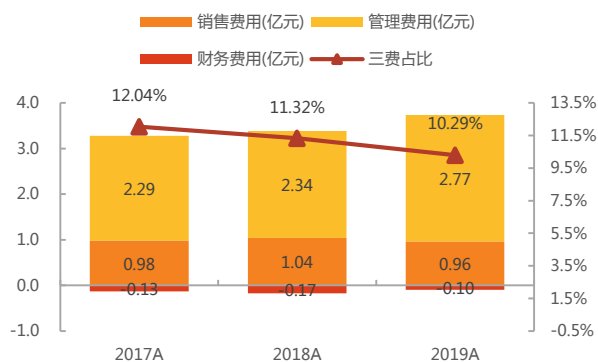
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2017-2019 年公司研发费用及其占收入的比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2017-2019 年公司三费及其占收入的比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	800.33	939.17	981.84	1,011.59	1,034.80	营业收入	2,834.08	3,533.71	4,422.97	5,534.40	6,927.11
应收票据及应收账款	2,687.84	3,048.18	3,905.71	4,703.36	5,687.31	营业成本	1,791.47	2,300.40	2,885.86	3,612.78	4,533.64
预付账款	63.23	70.51	89.81	115.97	110.71	营业税金及附加	8.55	9.51	13.20	16.04	19.80
存货	369.65	496.57	601.66	803.31	707.91	营业费用	103.98	96.37	115.00	166.03	187.03
其他	22.20	226.42	103.17	161.41	148.43	管理费用	234.36	277.13	349.41	437.22	519.53
流动资产合计	3,943.25	4,780.85	5,682.19	6,795.63	7,689.15	研发费用	301.63	377.98	470.16	603.25	744.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(17.41)	(9.85)	(11.50)	(11.93)	(12.25)
固定资产	552.37	595.53	594.20	611.38	626.65	资产减值损失	13.95	(14.58)	7.33	11.00	12.00
在建工程	10.29	9.19	41.51	72.91	73.75	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	111.23	107.33	90.56	73.78	57.01	投资净收益	0.00	0.72	0.41	0.41	0.41
其他	104.57	101.09	84.76	80.66	77.09	其他	(33.29)	(2.23)	(0.83)	(0.83)	(0.83)
非流动资产合计	778.46	813.14	811.03	838.73	834.49	营业利润	430.84	498.26	593.91	700.43	923.11
资产总计	4,721.71	5,593.99	6,493.23	7,634.36	8,523.64	营业外收入	15.58	9.30	10.00	11.63	12.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.16	2.42	3.50	3.00	4.00
应付票据及应付账款	1,267.44	1,676.96	2,065.79	2,707.13	2,833.98	利润总额	445.26	505.15	600.41	709.06	931.11
其他	152.08	120.41	216.69	206.03	270.17	所得税	41.36	46.52	54.04	65.23	85.66
流动负债合计	1,419.51	1,797.38	2,282.48	2,913.16	3,104.15	净利润	403.90	458.63	546.37	643.83	845.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	44.95	56.39	64.03	51.51	94.69
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	358.95	402.23	482.34	592.32	750.75
其他	116.17	119.26	140.09	125.17	128.17	每股收益(元)	0.84	0.94	1.12	1.38	1.75
非流动负债合计	116.17	119.26	140.09	125.17	128.17						
负债合计	1,535.68	1,916.63	2,422.57	3,038.33	3,232.32						
少数股东权益	494.98	645.57	709.61	761.12	855.81	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	429.00	429.00	429.00	429.00	429.00	成长能力					
资本公积	482.21	482.21	482.21	482.21	482.21	营业收入	8.50%	24.69%	25.16%	25.13%	25.16%
留存收益	2,208.16	2,546.18	2,932.05	3,405.91	4,006.51	营业利润	13.44%	15.65%	19.20%	17.94%	31.79%
其他	(428.33)	(425.61)	(482.21)	(482.21)	(482.21)	归属于母公司净利润	15.27%	12.06%	19.91%	22.80%	26.75%
股东权益合计	3,186.02	3,677.36	4,070.66	4,596.02	5,291.32	获利能力					
负债和股东权益总	4,721.71	5,593.99	6,493.23	7,634.36	8,523.64	毛利率	36.79%	34.90%	34.75%	34.72%	34.55%
						净利率	12.67%	11.38%	10.91%	10.70%	10.84%
						ROE	13.34%	13.27%	14.35%	15.45%	16.93%
						ROIC	20.53%	19.08%	19.89%	20.62%	23.42%
						偿债能力					
						资产负债率	32.52%	34.26%	37.31%	39.80%	37.92%
						净负债率	-25.12%	-25.54%	-24.12%	-22.01%	-19.56%
						流动比率	2.78	2.66	2.49	2.33	2.48
						速动比率	2.52	2.38	2.23	2.06	2.25
						营运能力					
						应收账款周转率	1.14	1.23	1.27	1.29	1.33
						存货周转率	8.12	8.16	8.05	7.88	9.17
						总资产周转率	0.62	0.69	0.73	0.78	0.86
						每股指标(元)					
						每股收益	0.84	0.94	1.12	1.38	1.75
						每股经营现金流	0.28	0.62	0.57	0.50	0.49
						每股净资产	6.27	7.07	7.83	8.94	10.34
						估值比率					
						市盈率	30.33	27.07	22.57	18.38	14.50
						市净率	4.05	3.59	3.24	2.84	2.45
						EV/EBITDA	11.48	11.41	16.81	14.37	11.09
						EV/EBIT	12.95	12.74	18.13	15.37	11.70

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	403.90	458.63	482.34	592.32	750.75
折旧摊销	93.11	107.40	45.78	48.21	50.66
财务费用	0.30	(2.48)	(11.50)	(11.93)	(12.25)
投资损失	0.00	(0.72)	(0.41)	(0.41)	(0.41)
营运资金变动	(473.45)	(569.62)	(336.41)	(463.82)	(672.75)
其它	97.84	272.14	64.03	51.51	94.69
经营活动现金流	121.71	265.35	243.82	215.87	210.69
资本支出	169.60	121.85	39.17	94.92	47.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(270.55)	(231.43)	(98.76)	(174.50)	(96.59)
投资活动现金流	(100.95)	(109.58)	(59.59)	(79.59)	(49.59)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	85.09	12.93	(44.74)	12.29	12.61
其他	(201.51)	(66.13)	(96.83)	(118.82)	(150.51)
筹资活动现金流	(116.41)	(53.20)	(141.57)	(106.53)	(137.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(95.65)	102.58	42.67	29.75	23.20

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