

航天电器（002025）2019 年报点评： 公司加大民用连接器市场拓展，连接器业务收入快速增长

行业分类：国防军工

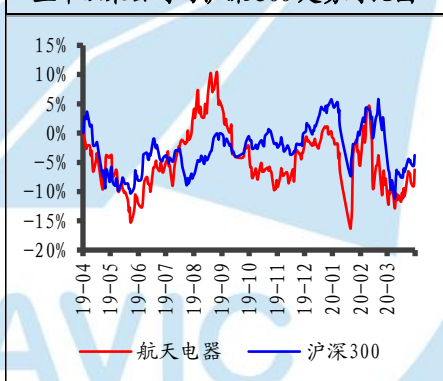
2020 年 4 月 14 日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.4.14)	25.38
目标价格	38.50

基础数据 (2020.4.14)

上证指数	2827.28
总股本(亿股)	4.29
流通 A 股(亿股)	4.29
资产负债率	34.26%
ROE	13.27%
PE (TTM)	27.07
PB (LF)	3.59

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 4 月 14 日公告，2019 年营收 35.34 亿元 (+24.69%)，归母净利润 4.02 亿元 (+12.06%)，毛利率 34.90% (-1.89pcts)，净利率 12.98% (-1.27pcts)。

➤ **投资要点：**

● 落实“领域营销”市场策略，公司连接器业务收入增长迅速

2019 年，公司的营业收入增速创近六年来新高，同比增长 24.69%，归母净利润也继续保持了稳定增长，同比增长 12.06%。公司披露主要原因为公司落实了“领域营销”市场策略，聚焦重点市场、重点用户，加大新产品、集成化产品推广力度，市场开发成效显著，促使公司全年产品订货增长。

公司作为中国航天科工集团第十研究院下属上市公司，是集科研、生产于一体的电子元器件骨干企业之一，主营产品主要为连接器、电机、继电器及光通信器件等。具体来看，2019 年公司连接器业务营业收入（22.15 亿元，+34.27%）快速增长，扣除 2019 年公司新设立的子公司广东华旗（主营业务为民用连接器）并表因素影响后，公司连接器业务收入（19.43 亿元，+17.76%）仍保持增长，表明了连接器业务市场保持了持续稳定的发展，而公司连接器毛利率（36.95%，-4.31pcts）出现下滑，我们认为一方面是由于新设立子公司广东华旗拓展了毛利率较低的民用连接器市场，进而促使公司连接器业务整体毛利率出现下滑，另一方面是由于公司连接器业务成本（1.40 亿元，+44.41%）出现较大提高，特别是原材料及人工成本方面，分别同比增长了 51.49% 及 44.22%；公司电机业务和继电器业务营业收入分别为 8.61 亿元（+16.15%）及 3.13 亿元（+13.82%），毛利率为 27.00%（+2.76pcts）和 42.31%（-0.94pcts），公司电机业务收入及毛利率出现提升的主要原因为公司负责电机业务的子公司贵州林泉 2019 年市场推广力度加大，同时贵州林泉于 2018 年吸收合并的苏州林泉由于存在未弥补亏损，导致贵州林泉 2018 年利润基数下滑；公司光通信器件业务收入（1.17 亿元，-19.66%）与毛利率近年来首次出现下滑，我们认为是光通信器件市场竞争加剧所致。

● 公司研发支出占比创历史新高，库存商品有望兑现至 2020 年业绩

费用方面，在公司 2020 年收入实现快速增长，同时，公司销售费用占营收比例（2.73%，-0.94pcts）和管理费用占营收比例（18.54%，-0.37pcts）分别出现下滑，我们认为是公司提高了对重

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

点业务市场聚焦、精简销售人员及节约费用开支力度所致。同时，公司研发支出占营收比例（10.70%，+0.06pcts）再创历史新高，研发人员数量（1064人，+39.27%）也出现快速增长，我们认为公司在5G通讯用连接器、特种电机、新能源汽车用连接器及集成一体化、液冷互联、光链路传输、高速数据处理、智能制造技术及应用等领域加大研发投入，将有助于公司继续凭借技术核心竞争力拓展各项业务的市场。

其他财务数据方面，2019年末，公司存货达到4.97亿元（+34.33%），其中库存商品账面价值达1.16亿元（+73.26%），占总存货账面价值比例为23.36%（+5.25pcts），特别是连接器和电机产品库存量分别同比增长314.84%及158.93%，我们认为原因有两方面，一方面是由于公司的电子元器件产品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，而2020年为十三五收官之年，公司的军品订单也有望集中落地，因此公司加强了备货力度，另一方面近年来公司民用连接器市场逐步扩大，而民用连接器订单一般交付周期短，因此公司适度增加通讯领域配套产品储备；现金流方面，由于公司积极采取措施，全力抢抓市场订单、货款结算，2019年公司货款回笼情况优于上年同期，同时策划开展应收账款保理业务，缩短了公司应收账款回收时间，公司经营现金流为2.65亿元（+118.01%），实现了较大增长。

● 新冠肺炎疫情对公司影响有限，2020年航天产业的发展有望助推公司业绩快速增长

2020年，新冠肺炎疫情对我国宏观经济整体产生了一定影响。具体到对公司的影响上，2020年2月27日，公司对外披露复工率已超过80%。同时据报道，自复工以来，航天电器1月订货再次突破历史高峰，2月份国内民品订货亦同比大幅增长，国际市场订货也超过去年月平均值。同时公司成功入选国家“百户科技型企业深化市场化改革提升自主创新能力专项行动”，“新一代信息技术研发与产业化-5G”项目获2020年江苏省工业和信息产业转型升级专项项目立项及资金奖励。

公司作为中国航天科工集团第十研究院下属上市公司，产品较多应用于航天产品电子元器件配套领域，因此公司业务发展与我国航天产业发展相关性强。截至目前，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均表明我国2020年航天项目正在有序推进，航天产业总体受新冠肺炎疫情影响有限。

当前，以导弹、火箭及卫星为代表的航天产品发展来看，在全军大力推行实战化训练和武器装备建设快速发展的背景下，导弹作为消耗性武器，未来的采购需求或将快速提升。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，火箭与卫星等航天产品数量预计也将保持稳定增长。因此，我国2020年航天产业的市场规模有望保持高速增长，这也将助推公司相关高端电子元器件配套订单持续保持快速增长。

➤ 投资建议

我们认为，公司作为航天科工十院下属唯一上市公司平台，其在高端电子元器件产品上具有深厚的技术积淀，而2020年作为“十三五”末年，公司军品订单有望实现集中落地；公司加大了对多种民用产品的研发投入，将有助于公司民品业务市场得到进一步拓展；目前新冠肺炎疫情对公司各项业务影响有限，而伴随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，公司相关高端电子元器件订单有望快速增长，结合公司2019年已经开始积极备货，2020年一季度订单有望创历史新高，公司2020年全年业绩也或将实现快速增长；公司在销售费用及管理费用具有较强的管控能力，有助于促进公司未来盈利能力的进一步提升。

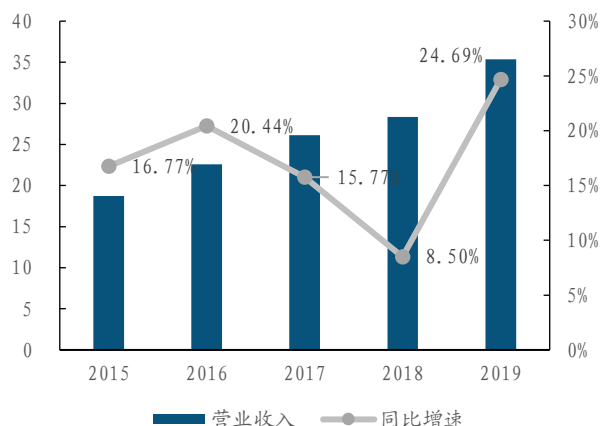
基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 42.59 亿元、50.03 亿元和 57.56 亿元，归母净利润分别为 4.72 亿元、5.46 亿元、6.28 亿元，EPS 分别为 1.10 元、1.27 元、1.46 元，当前股价分别对应 23 倍、20 倍及 17 倍 PE，参考同行业上市公司，给予 2020 年公司 35 倍 PE 估值，对应目标价格 38.50 元。

- 风险提示：公司民品市场拓展不及预期、航天发射存在一定不确定性
- 盈利预测：

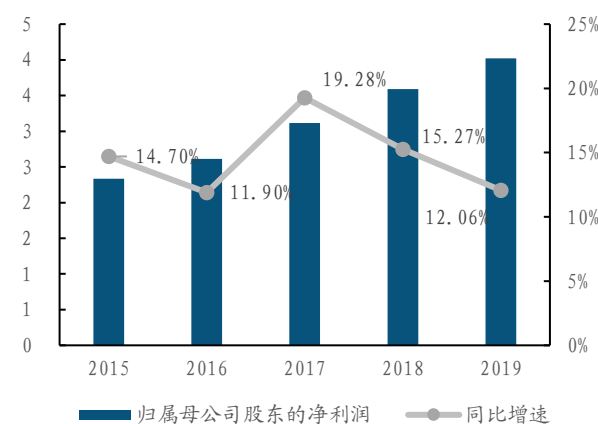
单位: 亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	28.34	35.34	42.59	50.03	57.56
增长率 (%)	8.50	24.69	20.53	17.47	15.05
归属母公司股东净利润	3.59	4.02	4.72	5.46	6.28
增长率 (%)	15.27	12.06	17.45	15.52	15.04
每股收益 (EPS)	0.84	0.94	1.10	1.27	1.46

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

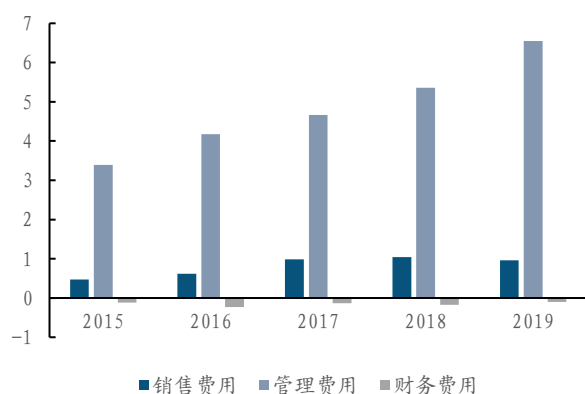


◆ 2015-2019 年公司年报主要财务数据
图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

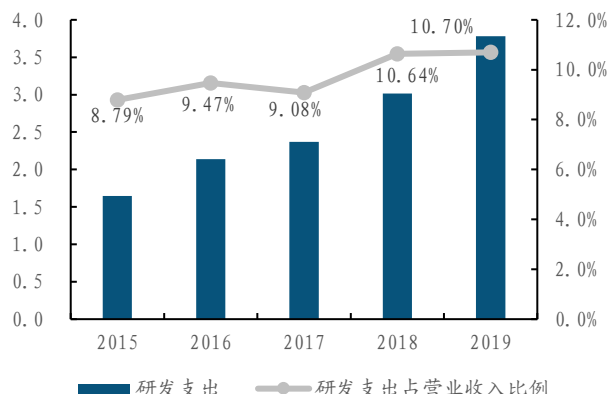
图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

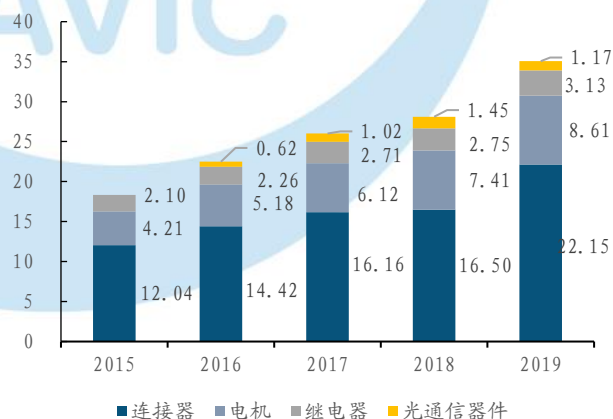
图 3: 公司年报三费情况 (单位: 亿元)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

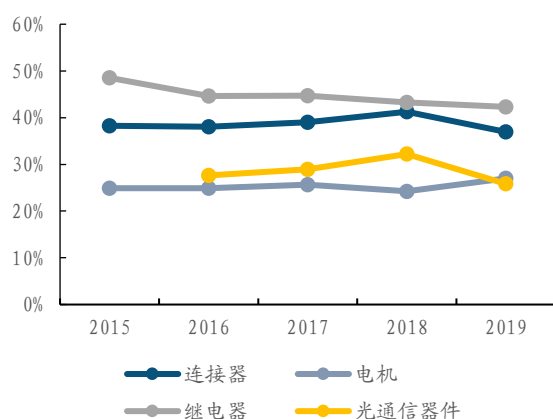
注: 表中 2018 年和 2019 年管理费用中包含研发费用

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	3533.71	4259.32	5003.37	5756.21
减：营业成本	2300.40	2811.93	3363.43	3930.34
营业税金及附加	9.51	8.52	11.01	11.51
销售费用	96.37	101.37	107.07	109.37
管理费用	655.12	759.01	856.08	949.77
财务费用	-9.85	-12.12	-16.94	-30.53
资产减值损失	-14.58	10.00	10.00	10.00
加：投资收益	0.72	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	498.26	580.82	672.97	776.41
加：其他非经营损益	6.88	10.04	9.58	9.33
利润总额	505.15	590.87	682.55	785.74
减：所得税	46.52	57.06	64.48	74.46
净利润	458.63	533.81	618.07	711.28
减：少数股东损益	56.39	61.39	72.34	83.47
归属母公司股东净利润	402.23	472.42	545.74	627.81
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	939.17	1222.90	1767.19	2360.30
应收和预付款项	3130.94	3876.23	4337.57	4823.83
存货	496.57	598.06	718.92	838.71
其他流动资产	214.18	13.47	15.03	17.59
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	604.72	489.75	373.70	256.82
无形资产和开发支出	135.39	131.60	127.80	124.01
其他非流动资产	73.03	61.05	48.52	35.13
资产总计	5593.99	6393.05	7388.73	8456.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1729.70	2089.93	2535.80	2974.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	186.94	220.67	237.10	252.94
负债合计	1916.63	2310.60	2772.90	3227.11
股本	429.00	429.00	429.00	429.00
资本公积	482.21	482.21	482.21	482.21
留存收益	2063.97	2464.28	2925.32	3455.30
归属母公司股东权益	3031.78	3375.49	3836.53	4366.51
少数股东权益	645.57	706.96	779.30	862.77
股东权益合计	3677.36	4082.45	4615.84	5229.28
负债和股东权益合计	5593.99	6393.05	7388.73	8456.39
现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	265.35	406.94	619.81	670.59
投资活动现金流净额	-109.58	-8.63	-8.77	-8.17
筹资活动现金流净额	-53.20	-114.59	-66.75	-69.31
现金流量净额	105.06	283.73	544.29	593.12

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

注：表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

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、未来也将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。