



天奥电子 (002935) 2019 年报点评: 军品领域投入加大, 国产替代不断推进

中航证券金融研究所

分析师: 张超 (S0640519070001)

分析师: 梁晨 (S0640519080001)

分析师: 王菁菁 (S0640518090001)

邮箱: liangc@avicsec.com

行业分类: 国防军工

2020 年 4 月 24 日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.4.23)	32.41
目标价	38.07

基础数据 (2020.4.23)

上证指数	2838.50
总股本 (亿股)	1.60
流通 A 股 (亿股)	0.81
资产负债率	23.02%
ROE	8.80%
PE (TTM)	46.07
PB (LF)	4.14



➤ **事件:** 公司 4 月 23 日公告, 2019 年营收 8.67 亿元 (+0.34%), 归母净利润 1.11 亿元 (+14.81%), 扣非后归母净利润为 0.96 亿元 (+4.50%), 毛利率 31.90% (+0.12pcts), 净利率 12.86% (+1.62pcts); 2020Q1 营收 0.36 亿元 (-12.77%), 归母净利润-0.14 亿元 (-7.46%), 扣非后归母净利润为-0.18 亿元 (+19.37%), 毛利率 29.04% (-0.80pcts), 净利率-38.79% (-2.23pcts)。

➤ 投资要点:

● **合理利用闲置资金, 业绩表现平稳增长:** 公司 2019 年营收增长 0.34%, 归母净利润增长 14.81%, 净利率增长 1.62pcts。业绩增长主要得益于主营业务利润的增长以及闲置募集资金理财收益的实现。从费用方面来看, 公司管理费用 (-13.18%) 和财务费用 (-113.29%) 下降, 三费占营收比为 10.40% (-1.35pcts), 促进了公司利润的增长。

● **时频产品不断投入, 军品业务保障业绩增长:** 2019 年公司保持并加强军品领域的资源投入和进度保障, 军品收入持续增长; 民品收入较去年同期有所下降。分产品来看:

①**频率系列产品:** 2019 年板块收入为 4.72 亿元 (+4.23%), 毛利率为 30.51% (-3.94pcts)。板块内产品可分为原子钟、晶体器件以及频率组件及设备。得益于公司原子钟、中高端晶体器件研发投入及市场需求的增长, 原子钟、晶体器件收入显著增长, 助力板块业务向好。

②**时间同步系列产品:** 2019 年板块收入为 3.80 亿元 (+0.42%), 毛利率为 33.18% (+3.33pcts)。公司是军用时间同步产品的主要供应商, 结合国家时频体系建设和国产化替代的需求, 公司在军品市场进一步扩大天文钟系列装备、机载时统系列装备及高精度时统设备等的的应用。民用领域围绕 5G 行业发展和市场需求, 公司正在开展有关产品的研发。

③**北斗卫星应用产品:** 2019 年板块收入为 0.15 亿元 (-53.83%)。北斗卫星手表方面, 公司在我国率先推出北斗卫星手表, 在军用和民用细分领域, 公司均为主要供应商。在北斗应急预警通信终端及系统方面, 公司已在山西、福建、四川、新疆等地开展了系统建设和示范应用。

● **公司是华为器件级、设备级供应商:** 公司铷原子钟、Branch 等产品持续批量供应华为公司, 随着 5G 基站的不断铺设, 公司有望受益。作为国内时间频率产品实现批量工程应用的成熟企业, 公司具有明显的产业化优势。当前, 公司正在开展募集资金项目的建设, 进一步扩大时间频率产品规模生产能力。同时公司对 5G 基站 MIMO 天线技术开展研发, 拓展 5G 相关产品线, 未来有望进一步增厚公司业绩。

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



- **研发费用持续投入，国产化替代不断推进：**2019年，公司研发投入0.71亿元（+8.26%），占营业收入8.19%（+0.60pcts），主要投向时频核心器/部件、频率组件及设备等重点产品和时频应用前沿技术研究。公司在原子钟组、SMD晶振等产品方面瞄准军用市场，国产化替代不断推进。
- **拥有资质优势，下游客户稳定：**公司已获得相关机构颁发的生产经营所必须的资质，具备两条军标生产线。公司下游客户主要为各部委、军工集团、大型企业（集团）等，凭借资质及技术优势，与客户建立了长期稳定的合作。目前公司在北京、南京、西安、成都等地设立了办事机构，形成了片区化营销网络架构。
- **疫情影响一季度交付，合同订单增速明显：**公司2020Q1收入同比下降12.77%，归母净利润为-0.14亿元（亏损减少111.43万元）。受新冠疫情影响，公司复工复产延后，产品交付有所延期，营业收入较上年同期下降。得益于闲置募集资金理财收益的实现，公司同比亏损幅度略有下降。此外一季度，公司时频核心器件的合同订单增速明显，或对全年业绩增长提供支撑。
- **投资建议：**公司背靠电科十所，技术实力雄厚。随着国家时频体系建设、军队信息化建设、5G通信网络建设的持续推进，市场对高精度标准时间系统需求将持续增长，公司有望受益。我们预测公司2020、2021、2022年归母净利润分别为1.35亿、1.58亿、1.80亿，EPS分别为0.85元、0.99元、1.13元，给予“买入”评级，我们认为公司2020年PE在45倍左右相对合理，6个月目标价38.07元。
- **风险提示：**疫情影响超预期、订单、技术风险、原材料价格上涨。
- **盈利预测：**

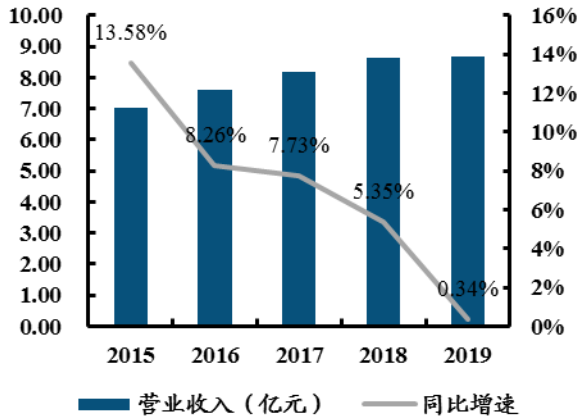
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	864.01	866.91	1003.67	1106.11	1208.56
增长率 (%)	5.35%	0.34%	15.78%	10.21%	9.26%
归属母公司股东净利润	97.08	111.45	135.33	158.38	180.36
增长率 (%)	4.93%	14.81%	21.42%	17.03%	13.88%
每股收益 (EPS)	0.607	0.697	0.846	0.990	1.127

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

AVIC

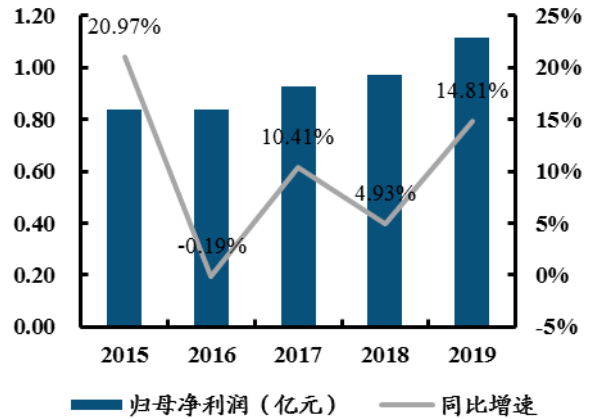
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况



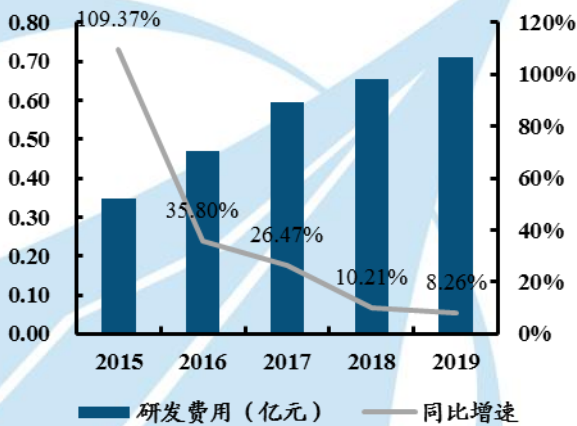
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



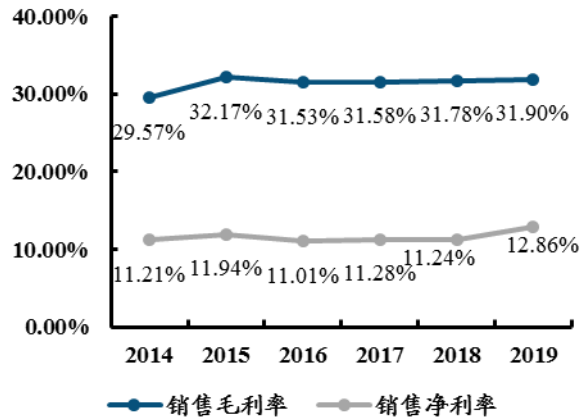
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司近 5 年研发费用情况



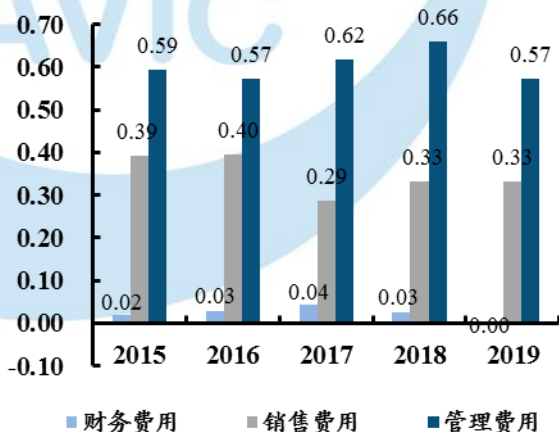
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司近 5 年毛利率及净利率情况



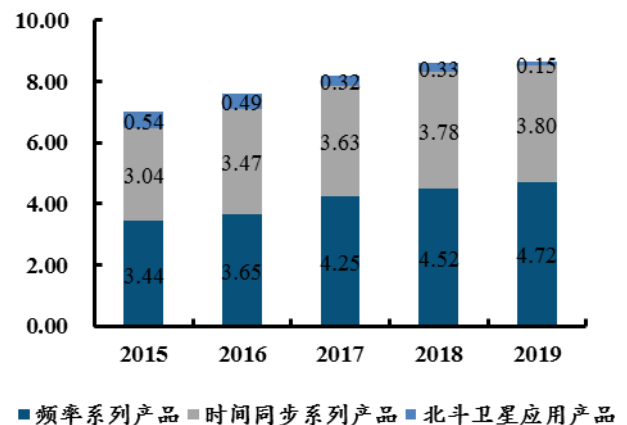
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 5: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 公司业务板块结构情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所



报表预测 (百万元)						
利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	820.12	864.01	866.91	1003.67	1106.11	1208.56
减: 营业成本	561.15	589.42	590.39	680.54	750.19	821.85
营业税金及附加	1.00	2.16	2.24	2.60	2.86	3.13
营业费用	28.67	33.13	33.26	38.51	42.44	46.37
管理费用	121.42	65.94	57.25	66.28	73.04	79.81
财务费用	4.33	2.51	-0.33	-3.26	-0.54	-1.57
资产减值损失	2.39	4.60	0.00	2.33	2.33	2.33
加: 投资收益	0.00	0.00	11.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-65.57	-80.11	-63.00	-55.00	-50.00
营业利润	101.15	100.68	115.56	153.67	180.79	206.65
加: 其他非经营损益	3.06	6.52	7.02	5.54	5.54	5.54
利润总额	104.21	107.21	122.58	159.21	186.33	212.19
减: 所得税	11.70	10.13	11.13	23.88	27.95	31.83
净利润	92.52	97.08	111.45	135.33	158.38	180.36
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	92.52	97.08	111.45	135.33	158.38	180.36
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	187.76	515.06	366.17	401.47	442.45	483.42
应收和预付款项	372.93	429.04	471.08	539.04	589.81	655.00
存货	321.89	289.30	337.87	407.36	414.14	485.83
其他流动资产	0.08	180.42	335.00	335.00	335.00	335.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	36.58	49.59	103.31	229.95	307.78	335.44
无形资产和开发支出	8.21	8.00	9.42	9.42	9.42	9.42
其他非流动资产	4.00	4.68	21.63	21.63	21.63	21.63
资产总计	931.45	1476.08	1644.48	1943.88	2120.22	2325.74
短期借款	40.00	0.00	50.01	142.65	184.58	138.56
应付和预收款项	256.36	253.85	273.06	350.34	333.22	412.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	27.99	39.33	55.50	55.50	55.50	55.50
负债合计	324.35	293.18	378.57	548.48	573.30	606.25
股本	80.00	106.67	160.01	160.01	160.01	160.01
资本公积	81.31	533.36	480.03	480.03	480.03	480.03
留存收益	445.79	542.87	625.88	755.36	906.89	1079.45
归属母公司股东权益	607.10	1182.90	1265.91	1395.39	1546.92	1719.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	607.10	1182.90	1265.91	1395.39	1546.92	1719.49
负债和股东权益合计	931.45	1476.08	1644.48	1943.88	2120.22	2325.74
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	99.45	100.12	41.04	91.97	114.70	159.51
投资性现金净流量	-8.40	-206.10	-213.20	-146.98	-109.60	-66.55
筹资性现金净流量	-101.66	432.72	25.96	90.31	35.89	-51.97
现金流量净额	-10.60	326.73	-146.20	35.30	40.98	40.98

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 : 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。

梁晨, SAC 执业证书号: S0640519080001, 北京科技大学材料硕士, 中航证券金融研究所军工行业分析师。

王菁菁, SAC 执业证书号: S0640518090001, 英国萨里大学理学硕士, 从事机械军工行业研究。

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其独立判断。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。