

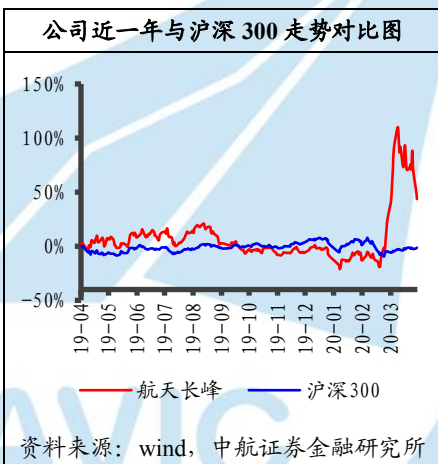
航天长峰 (600855) 2019 年报点评: 公司业务扩展至航空航天军用级电源, 安保科技 业务盈利能力下降导致整体归母净利润出现下滑

行业分类: 国防军工

2020 年 5 月 6 日

公司投资评级	持有
当前股价(2020.4.28)	18.46

基础数据 (2020.4.28)	
上证指数	2810.02
总股本(亿股)	4.40
流通 A 股(亿股)	3.41
资产负债率	44.91%
ROE(加权)	2.98%
PE(TTM)	190.07
PB(LF)	4.80



➤ **事件:** 公司 4 月 28 日公告, 2019 年营收 25.92 亿元 (+10.00%), 归母净利润 0.43 亿元 (-58.02%), 毛利率 22.02% (-0.94pcts), 净利率 3.99% (-2.91pcts); 2020 年 Q1 营收 1.47 亿元 (-54.04%), 归母净利润-3498.08 万元 (-90.40%), 毛利率 33.97% (+4.72pcts), 净利率-30.52% (-28.29pcts)。

➤ **投资要点:**

● **公司电源业务成为公司收入的主要增长点, 安保科技业务盈利能力显著下降导致公司整体归母净利润出现下滑**

2019 年, 公司重大资产重组收官, 完成了对航天朝阳电源的收购, 同时公司不断优化产业结构, 持续加强市场开拓力度, 公司营业收入 (25.92 亿元, +10.00%) 及毛利 (5.71 亿元, +5.50%) 实现了稳定增长, 但公司的归母净利润 (0.43 亿元, -58.02%) 及扣非归母净利润 (-0.37 亿元, -158.70%) 出现较大幅度下滑。

具体到公司四大业务来看, **安保科技业务**收入 (14.92 亿元, +3.57%) 有所增长, 而毛利率 (10.22%, -2.69pcts) 出现下降, 公司子公司长峰科技、长峰科发以及航天精一作为安保科技业务的经营主体, 2019 年净利润分别同比下滑 1003.01%、317.84% 以及 36.75%, 由于安保科技业务是公司收入占比最高的业务, 因此我们认为公司安保科技业务净利润的大幅下滑是造成公司整体归母净利润下滑的主要因素, 公司披露长峰科技、长峰科发出现了经营性亏损的原因是由于市场竞争环境激烈导致毛利率不断降低, 同时相关管理成本及研发费用有所增大所致, 而航天精一利润下滑主要是受到研发投入力度加大引起的项目利润率下滑, 同时主要客户 (各地市公安局及政法单位) 受到政府部门人事调整等因素影响导致部分项目验收推迟, 收入确认延后所致; **电源业务**收入主要来源于公司子公司航天柏克及 2019 年公司收购的航天朝阳电源, 2019 年公司电源业务收入 (6.38 亿元, +40.78%) 快速增长, 成为公司第二大收入来源, 也是公司 2019 年的主要收入及利润增长点, 其中, 主营工业电源的航天柏克与主营集成一体化电源和模块电源业务的航天朝阳电源收入增速分别为 41.59% 及 16.70%, 净利润增速分别为 28.93% 及 34.39%, 电源业务整体毛利率 (44.28%, -1.32pcts) 出现少量下降, 我们认为主要是由于毛利率较低的工业电源收入占比有所提升所致; **电子信息业务**收入 (3.02 亿元, -2.03%) 小幅下降, 毛利率 (31.22%, +3.34pcts)

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

有所提升,其中公司该业务相关子公司长峰科威收入(2.41亿元,+14.71%)稳定增长,净利润(0.64亿元,+29.55%)快速增长;医疗器械业务收入(1.40亿元,+5.40%)保持稳定增长,但毛利率(23.02%,-9.81pcts)出现较大幅度下滑,创公司上市以来新低,我们认为主要原因可能是公司医疗器械业务规模较小、且处于市场推广阶段、市场竞争力不强以及研发费用增大等因素影响所致。

另外,公司子公司航天柏克及航天朝阳电源均超额完成了2019年的业绩承诺,2020年及2021年航天朝阳电源的扣非归母净利润业绩承诺分别为0.72亿元及0.85亿元。伴随2020年为十三五收官之年,军品订单或将集中落地,且航天朝阳电源近三年收入保持了稳定增长,我们预计未来航天朝阳电源涉及的航空航天及军品电源业务将成为公司收入及净利的主要增长点。而公司子公司航天精一2019年业绩承诺完成率(52.21%)及近三年累计完成率(82.03%)均未达标,根据业绩补偿协议约定,航天精一原股东需对公司进行股份补偿,目前公司披露将以总价人民币1元的价格定向回购航天精一业绩补偿义务人应补偿的股份并予以注销,并且收回现金分红收益。

2020年Q1公司营收(1.47亿元,-54.04%)及归母净利润(-3498.08万元,-90.40%)均出现显著下滑,主要原因为公司2020年首次执行收入准则,对不满足某一时段内履行的履约义务不再确认收入,同时受到疫情影响,客户复工时间晚,订单需求量减少所致。我们预计伴随国内疫情形势好转,公司全年净利润有望恢复增长。

● 公司加大医疗器械及安保科技研发投入,安保科技业务应收账款增速较高应重点关注

费用方面,2019年,伴随公司加大了市场开拓力度,销售费用率(5.98%,+0.79pcts)及管理费用率(7.38%,+0.45pcts)有所增长,同时由于公司银行借款增加,利息支出增加,财务费用(987.61万元,+346.49%)出现了大幅增长,另外,公司研发费用(0.74亿元,+56.49%)出现了高速增长,主要原因为公司加大了对医疗器械产品研发及子公司长峰科技开展的指挥云系统创新与产业化项目投入力度所致。

现金流方面,公司经营活动现金流净额增速达到480.27%,主要因为公司加强了应收账款催收力度,回款增加所致,但从公司应收账款来看,2019年,公司应收账款(10.90亿元,+42.36%)增速仍超过收入增速,其中,应收安保科技业务客户的账面价值占比超过55%,增速达到27.22%,大幅超过了安保科技业务收入增速。另外,在公司2019年出现了以应收账款坏账损失(0.35亿元)为主要构成的信用减值损失(0.44亿元)中,安保科技业务客户新增坏账准备为0.26亿元,占公司应收账款坏账损失的74.29%,综上,我们认为公司安保科技部分项目因验收延误而不能确认收入,同时该业务中的坏账损失较大是造成公司2019年净利润下滑的主要内在原因,尽管2020年Q1公司按照新会计准则冲回了部分项目的应收账款,公司应收账款下降至6.87亿元,但公司安保科技业务的应收账款数额仍值得重点关注。其它财务数据方面,由于公司按照新收入准则,调回了部分未确认收入项目对应的存货,2020年Q1公司存货(9.66亿元,+265.00%)出现大幅上涨,预计公司存货将伴随公司项目收入确认的进展而逐渐兑现至业绩。

● 安保科技业务或将持续拓展,电源业务有望改善公司盈利能力

公司是以中国航天高端技术和应用成果为基础,航天军工企业为背景的高科技上市公司。航天科工集团防御技术研究院为公司实际控制人。2019年,公司完成航天朝阳电源收购后,形成了安保科技、医疗器械、电子信息、电源四大业务板块,涉及平安城市、大型活动安保、应急维稳、国土安全、要地防控、智能交通、公安警务信息化、智能楼宇、医疗器械、医疗信息化、手术室工程、UPS电源、EPS电源、模块电源、开关电源、特种计算机、红外光电产品等多个业务领域。

①安保科技业务

公司作为国内安保科技领域领先的复杂大型系统规划设计集成商,以技术咨询、产品开发、系统集成成为主要经营模式,为用户提供相关技术和服务的整体解决方案,业务涉及公安、政法以及边海防业等领域。在公安业务领域,公司以自主研发的大数据、GIS、指挥调度产品为核心,拥有大型活动安保以及指挥调度两大业务主线,并在情报、治安、交通、反恐业务方面拓展应用;在政法业务领域,公司深

度融合政法委、法院、检察院、司法平台系统，形成网络贯通、数据融通、业务联通的大政法业务体系；在边海防业务领域，公司承接边海防监控中心、视频监控站建设，完成国家多个边海防试点工程。公司安保科技业务相关子公司长峰科技、浙江长峰定位为公司安保科技领域系统解决方案设计开发平台、项目系统集成平台，产品通用营销和服务平台；航天精一一定为公司安保科技领域的业务应用研发、软件开发和服务平台。

2019 年，公司安保科技产业新签合同额 24.23 亿元，新签千万级以上项目 54 个，占全年新签合同总额 74%，重点项目进展顺利，大型项目系统集成能力作为公司的核心优势得到进一步巩固。同时公司加大了对子公司长峰科技开展的指挥云系统创新与产业化项目的研发投入力度。2020 年 4 月 1 日，公司披露航天精一的智慧新指挥云平台已获华为技术认证，为双方在国产化大趋势下的进一步合作打下了坚实基础。

我们认为，由于公司安保科技业务的主要客户为各地公安及政法部门，公司的军工央企背景有助于公司在该市场上的拓展，但目前公司安保科技业务仍以系统集成服务以及应用软件为主，在激烈的市场竞争环境下，容易受到产业链上下游的挤压，从而出现毛利率下滑的问题，同时政府部门可能存在审批流程较长，项目交付验收出现延误的现象会导致公司安保科技业务的业绩出现一定波动性。因此，**我们预计公司未来安保科技业务收入保持增长的同时毛利率仍有可能出现波动，建议对公司未来在产业链上下游的延伸以及公司项目回款进程保持关注。**

②电源业务

电源业务方面，公司 2019 年通过收购航天朝阳电源，在子公司航天柏克工业电源业务的基础上又拓展了集成一体化电源和模块电源业务，目前公司电源业务以军工级及工业级 UPS 电源、稳压电源、恒流电源、脉冲电源、滤波器等各种电源模块和电源相关产品为主要产品，产品覆盖航空航天、船舶、机车、通信、工控、轻工、重工及科研等各种领域，尤其是在需要电源系统高可靠性的科研领域发挥着重要的作用，同时也是国内少数能同时研发制造大功率 UPS 电源及 EPS 电源的生产厂商。2019 年，公司电源产业新签合同额突破 6 亿元，特别是在高速项目、铁路项目的市场拓展上取得了成果。

我们认为，伴随 2020 年作为十三五收官之年，诸多航天重大项目即将开展，同时近年来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，导弹等航空航天武器系统作为消耗性武器，未来的采购需求或将快速提升，航空航天及军用武器系统的配套产品市场有望放量，而公司 2019 年新增的航空航天及军用电源业务，一方面有望为公司在国防军工、通信等市场需求快速增长的背景下拓展更大的市场份额，另一方面航空航天及军用电源的高毛利率，将有助于改善公司因安保科技竞争激烈导致的公司整体盈利能力下滑的问题，**电源业务或将成为公司未来重要的利润增长点。**

③电子信息业务

公司电子信息业务主要为特种计算机、红外光电产品的研制、生产和销售。红外光电产品主要围绕多种规格的红外探测器开展红外光电探测产品设计、研制、生产。红外成像产品方面，公司在光学、结构、硬件、软件、图像处理算法等方面都有常年积累的经验，拥有较强的高品质红外光学、低噪声高集成度红外成像电路、高灵敏度红外成像系统集成等设计和定制化开发能力。2019 年公司电子信息产业新签合同额突破 3 亿元大关，红外成像设备成功推向市场，同时启动了多个系列产品的研发与生产，逐步拓展业务领域。我们认为，在当前国内红外光电市场正处于快速发展期背景下，从公司主要的红外成像产品生产厂商长峰科威 2019 年在收入及利润均取得了稳定增长来看，**公司电子信息业务的收入及盈利水平有望实现稳定提高。**

④医疗器械业务

医疗器械方面，公司是集手术室产品（麻醉机、呼吸机、手术床、手术灯、吊塔、手持超声）、手术室净化工程、数字一体化手术室工程为一体的“数字一体化手术室整体解决方案供应商”，是取得通往国际市场的欧盟产品 CE 认证的医疗器械生产企业。2019 年，公司医疗器械产业新签合同额 1.66 亿元，同比增长 22.5%。净化工程、数字化业务全年新签合同额同比增长均超 70%，创历史新高，同时公

司也加大了对医疗器械产品研发投入。

目前，新冠肺炎疫情在全球的扩散尚未迎来明确拐点，市场对呼吸机的需求快速增长。2020年4月，工信部装备工业一司赴公司调研呼吸机等重点质量安全管理等进行了交流研讨。从公司目前披露的情况来看，公司研制的重症呼吸机 Athena 8500 目前处于产品注册阶段，尚没有取得中国医疗器械产品注册证，目前尚未量产，在国内没有形成实际销售。目前公司自产在销的呼吸机型号主要为 ACM812A 急救转运呼吸机，该机型只具备基础呼吸支持功能，尚不能满足更复杂的危重症临床呼吸支持需求。2019年该机型销售收入约为 325 万元（单价约 1.62 万元），仅占公司医疗器械业务收入的 2.32%，因此我们分析认为，从公司医疗器械业务规模来看，公司医疗器械业务仍处于拓展阶段，新冠肺炎疫情引起的呼吸机等医疗设备需求的增长对公司医疗器械销售有一定积极影响，但影响程度可能有限，我们预计伴随公司医疗器械数字一体化手术室解决方案的逐渐推广，公司该业务市场规模有望得到拓展。

注：由于公司与 2019 年完成的资产重组交易标的公司的实际控制人同为航天科工防御技术研究院，本次交易为同一控制下的企业合并，公司已对 2019 年及 2018 年的财务数据进行调整，与公司披露的 2019 年季报，半年度报告有所差异，为保证可比性，本报告分析中涉及使用的 2019 年财务数据及 2018 年数据均为公司 2019 年度报告中经公司调整后的财务数据。

➤ 投资建议

我们认为，公司作为航天科工集团防御技术研究院上市公司平台，具有军工央企背景及深厚的技术积淀，尽管 2019 年公司主要收入来源安保科技业务受到市场竞争激烈导致的毛利率下滑、项目验收延误及研发费用增长等因素导致公司整体净利润出现较大幅度下滑，但我们认为公司工业电源业务的快速发展以及新增的毛利率较高的航空航天军用电源业务，将有望持续改善公司整体的盈利能力；在当前国内红外光电市场正处于快速发展期背景下，公司电子信息业务的收入及盈利水平均有望实现稳定提高；受新冠肺炎疫情因此的医疗器械需求的增长或将带动公司相关医疗设备的销售收入一定程度上有所增长，公司在医疗器械数字一体化手术室解决方案的逐渐推广有望推动医疗器械业务板块的收入水平增长；公司安保科技业务收入保持稳定增长的同时，毛利率仍有可能出现波动，建议对公司未来在产业链上下游的延伸以及公司项目回款进程保持关注。

基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 28.97 亿元、33.35 亿元和 38.79 亿元，归母净利润分别为 0.44 亿元、0.71 亿元及 0.89 亿元，EPS 分别为 0.10 元、0.16 元、0.20 元，当前股价分别对应 183 倍、114 倍及 90 倍 PE。

➤ 风险提示：公司安保科技业务收入确认进度不及预期，且毛利率存在波动性；军品设备采购具有一定周期性；医疗器械市场推广不及预期。

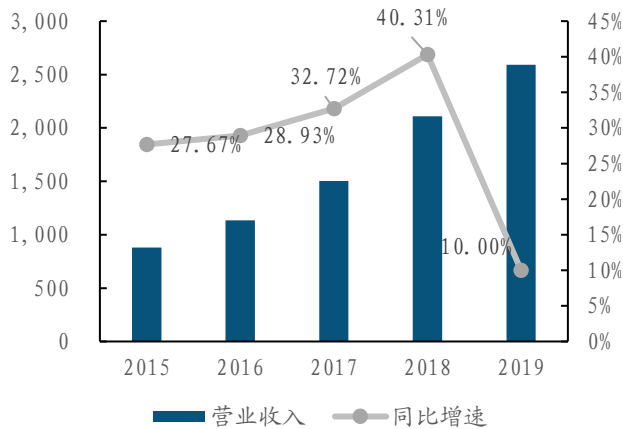
➤ 盈利预测：

单位: 百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2356.71	2592.27	2896.64	3335.28	3878.79
增长率 (%)	36.38	10.00	11.74	15.14	16.30
归属母公司股东净利润	101.70	42.69	44.18	71.20	89.45
增长率 (%)	204.13	-58.02	3.48	61.16	25.64
每股收益 (EPS)	0.26	0.11	0.10	0.16	0.20

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

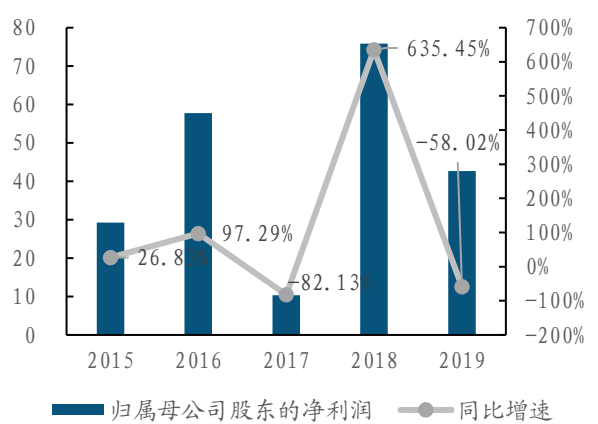
◆ 2015-2019 年公司年报主要财务数据

图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 百万元; %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所
注: 表中 2017 年及 2018 年数据未经调整

图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)



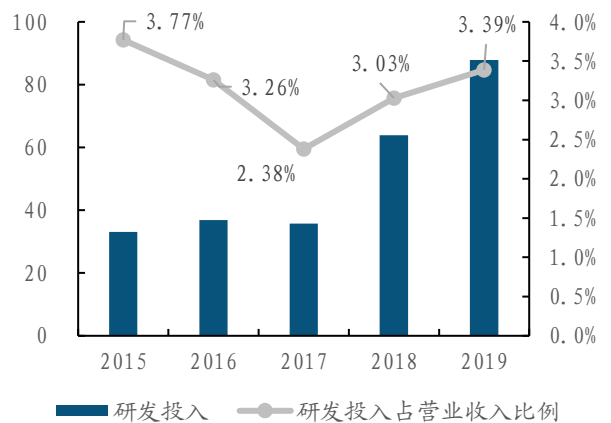
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所
注: 表中 2017 年及 2018 年数据未经调整

图 3: 公司年报三费情况 (单位: 百万元)



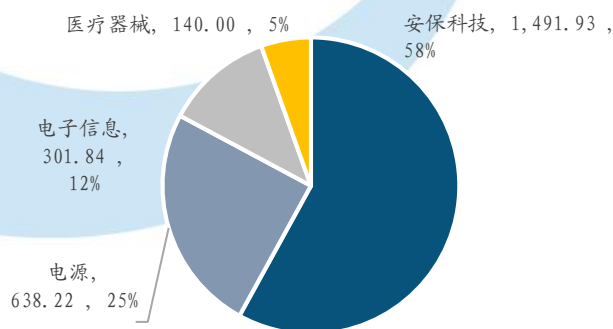
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所
注: 表中管理费用包含研发费用, 2017 年及 2018 年数据未经调整

图 4: 公司年报研发投入及其占营收比例情况 (单位: 百万元; %)



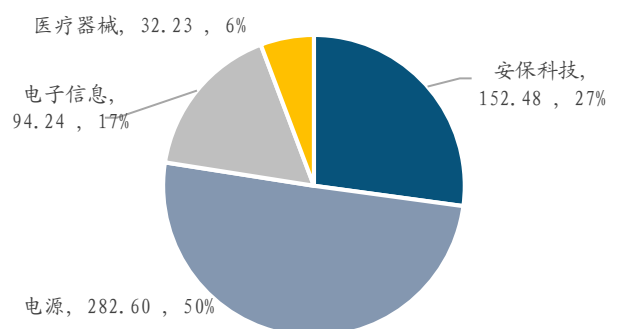
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所
注: 表中 2017 年及 2018 年数据未经调整

图 5: 公司 2019 年收入构成 (百万元; %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 6: 公司 2019 营业利润构成情况 (单位: 百万元; %)



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	2592.27	2896.64	3335.28	3878.79
减: 营业成本	2021.41	2231.77	2543.67	2941.91
营业税金及附加	14.54	17.09	18.34	19.01
销售费用	155.09	220.43	242.48	273.07
管理费用	265.78	328.48	357.54	409.99
财务费用	9.88	-1.32	0.13	-2.23
资产减值损失	-2.14	5.00	15.00	25.00
加: 投资收益	1.16	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	12.96	8.64	10.08	9.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	112.67	104.04	168.45	222.32
加: 其他非经营损益	18.75	9.60	11.15	11.90
利润总额	131.42	113.64	179.59	234.22
减: 所得税	28.03	24.79	36.98	49.47
净利润	103.39	88.85	142.62	184.75
减: 少数股东损益	60.69	44.67	71.42	95.30
归属母公司股东净利润	42.69	44.18	71.20	89.45
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	971.83	724.16	833.82	969.70
应收和预付款项	1431.75	1272.55	1475.84	1780.38
存货	264.64	931.13	1022.55	1174.20
其他流动资产	101.35	15.04	15.13	15.57
长期股权投资	5.65	5.65	5.65	5.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	294.25	271.11	247.54	223.52
无形资产和开发支出	259.32	257.30	255.27	253.25
其他非流动资产	114.03	98.92	83.52	62.41
资产总计	3442.82	3575.85	3939.33	4484.68
短期借款	126.96	148.59	124.11	204.97
应付和预收款项	1204.63	1232.56	1432.22	1661.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	214.53	212.56	258.26	309.17
负债合计	1546.13	1593.71	1814.58	2175.18
股本	439.59	438.54	438.54	438.54
资本公积	687.97	687.97	687.97	687.97
留存收益	561.75	605.93	677.13	766.59
归属母公司股东权益	1691.68	1732.44	1803.64	1893.09
少数股东权益	205.02	249.69	321.11	416.41
股东权益合计	1896.70	1982.13	2124.75	2309.50
负债和股东权益合计	3442.82	3575.85	3939.33	4484.68
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	250.18	-370.62	103.95	17.51
投资活动现金流净额	-37.92	87.42	15.32	20.27
筹资活动现金流净额	-15.06	35.53	-9.61	98.10
现金流量净额	197.25	-247.67	109.66	135.88

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替行使独立判断。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。