



中航证券研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

分析师: 王宏涛

证券执业证书号: S0640520110001

电话: 010-59562516

邮箱: wanght@avicsec.com

航天电子 (600879):

无人机业务子公司航天飞鸿公司拟实施股权激励

行业分类: 国防军工

2021年1月5日

公司投资评级	持有
当前股价(2021.01.04)	8.00
目标股价	11.05

基础数据 (2021.01.04)

上证指数	3502.96
总股本(亿股)	27.19
流通A股(亿股)	27.19
资产负债率	56.68%
ROE(摊薄)	2.73%
PE(TTM)	48.3
PB(LF)	1.73

➤ **事件:** 公司12月31日公告, 公司控股子公司航天飞鸿公司拟以员工设立持股平台方式实施股权激励并对其进行增资。航天飞鸿公司净资产评估值为3.99亿元, 实施股权激励的股份总额为增资完成后总股本的5%。本轮激励对象共计139人(占在职员工总数的24%); 股权激励份额共计1,433.54万股, 出资价格为1.46元/股(对应增资后的航天飞鸿公司估值为4.19亿元)。

➤ 投资要点:

● 疫情影响减弱, 拟剥离普利门电子进一步聚焦主业

2020年Q1, 公司收入(21.18亿元, -21.37%)与归母净利润(0.36亿元, -58.01%)曾较2019年同期出现较大幅度下降, 但从公司最新披露的财务数据来看, 2020年前三季度, 公司收入(87.16亿元, -6.09%)与归母净利润(3.43亿元, -2.23%)已接近恢复到去年同期水平, 表明新冠肺炎疫情对公司造成的冲击正在逐渐消退。

具体来看, 公司的业务主要包含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。其中, 2019年公司业务中的航天军用产品与民用产品收入比例约为2:1, 毛利润贡献占比约为5:1, 而在2020年上半年, 公司主要控股参股公司中, 存在民品业务的子公司航天电工由于地处武汉, 受疫情影响较大, 净利润(95.91万元, -95.54%)出现大幅度下滑, 同时, 在2020年10月底, 公司公告, 拟将从事民品业务(钻井测斜设备研发生产)的子公司普利门电子公司100%的股权协议转让, 以优化资源配置(普利门电子公司2018年净利润为-1.21亿元, 2019年净利润仅为27万元), 总体来看, 我们认为, 2020年, 公司民品业务收入及毛利润的贡献占比可能会进一步下降, 航天军用产品或是公司业绩逐步恢复的重要保障, 而四季度又是公司军品业务收入集中确认的时间, 在此基础上, 公司全年收入及净利润有望恢复至2019年水平。

● 无人机业务子公司航天飞鸿公司拟开展股权激励

本次公司拟开展股权激励的子公司航天飞鸿公司, 由公司在2018年与控股股东航天时代共同投资设立, 是公司无人机系统产业专业公司平台。目前, 航天飞鸿公司专业从事无人机系统研发、设计、生产和销售, 并致力于先进无人机技术研发及以无人系统为载体的人工智能和大数据应用服务。在本次公司对航天飞鸿公司实施股权激励并对其进行增资后, 公司持有航天飞鸿公司的股权比例由81.64%降至77.56%。



股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

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

根据公司 2020 年半年报披露，公司的无人机包括军用无人机以及民用无人机，军用无人机方面，公司具有装备发展部无人机研制生产资质，是全军无人机型谱项目研制总体单位及无人机系统集中采购合格供应商名录单位；民用无人机方面，根据航天科技集团官网披露，公司的飞鸿 98 无人运输机试点航线已经首飞成功，成为了国内首个完成试点运行航线飞行的大型无人运输机系统。根据公司披露的航天飞鸿公司评估报告（上网），航天飞鸿公司 2019 年收入为 7.01 亿元（+40.12%），净利润达到 0.31 亿元，在 2019 年底，航天飞鸿公司的预付账款和应付账款分别达到 8.64 亿元和 7.71 亿元，存货账面原值达到 2.30 亿元（在产品达到 1.87 亿元），或表明公司无人机订单充足，在 2020 年或未来有望转化为公司收入。综合来看，我们认为，公司子公司航天飞鸿公司的无人机业务具有良好的成长潜力。

综上，总体来看，本次股权激励的开展将有望进一步调动无人机系统人才队伍的积极性，促进航天飞鸿公司中长期战略目标的实现，无人机业务也有望成为驱动公司未来业绩成长的新引擎。

● 精确制导炸弹业务市场前景广阔

公司另一个总装的系统级产品为“飞腾”系列精确制导产品，该产品具有小型化、高精度、复合模式、低成本、智能化、模块化、系列化的明显优势并已具备一定的知名度。在 2016 年珠海航展上，多款飞腾系列精确制导炸弹作为中国无人机机载弹药进行了展出，而今年的亚阿冲突和美伊冲突中，无人机与精确制导武器结合的作战效果得到了验证，未来全球军贸市场中精确制导炸弹贸易热度也有望得到进一步提升。在此背景下，我们认为，公司精确制导炸弹业务所处产业市场需求充足，伴随公司精确制导炸弹产品工程化技术水平和产品型谱的完善，该业务也有助于公司总装系统级产品业务收入进入一个快速增长期。

● 公司未来整体航天产品业务成长可期

其他的航天产品方面，公司业务包含测控通信系统、遥感信息系统、卫星应用等系统级产品；军民惯性导航产品、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业设备；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，产品均主要应用于运载火箭、飞船、卫星等航天领域。我们认为，公司以上产品与我国航天重大工程以及商业航天的发展关联密切，在我国十四五期间众多航天重大工程即将开展，商业航天有望迎来落地的背景下，作为航天军工央企国家队核心配套企业，公司以上航天产品业务收入将保持稳定增长，总体来看，公司整体航天产品业务有望在十四五期间进入新一轮成长周期。

投资建议

我们认为，作为航天科技集团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，公司在我国航天装备配套领域中具有较强的技术竞争力，具体观点如下：

① 2019 年公司军品业务营收近百亿，在军工配套企业中位居前列；

② 在 A 股无人机公司中，公司无人机业务体量较大，未来伴随公司无人机业务的快速放量，规模效应有望带来利润的快速增长，同时，公司对无人机业务平台航天飞鸿公司实施股权激励并增资，也有助于激发公司无人机业务创新活力；

③ 公司精确制导炸弹业务在 A 股军工上市公司中具有一定的稀缺性，在全球精确制导武器军贸热度有望提升的背景下，该业务或将成为公司未来航天产品业务新的收入增长点；

④ 目前新冠肺炎疫情对公司各项业务影响有限，且从公司 2020 年业绩变化中可以看出，新冠肺炎疫情对公司造成的冲击正在逐渐消退，伴随 2020 年多个航天重大工程正式启动，中国航天“十四五”期间或将迎来高光时刻，公司相关航天电子配套业务的收入也有望持续保持增长；

⑤ 公司拟剥离普利门电子，有利于公司资源优化配置，未来公司或更加聚焦航天主业，同时，公司是航天科技集团所属被纳入“双百行动”的企业之一，未来也有望开展更多的国企改革举措，或将促使公司发展质量得到进一步提高，盈利能力得到进一步改善。

基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 138.05 亿元、170.29 亿元和 218.65 亿元，归母净利润分别为 4.66 亿元、5.67 亿元、7.40 亿元，我们给予目标价格 11.05 元，对应 2020-2022 年的 PE 为 65 倍、53 倍、41 倍。

- 风险提示：航天发射任务存在风险；公司无人机业务拓展不及预期
- 盈利预测：

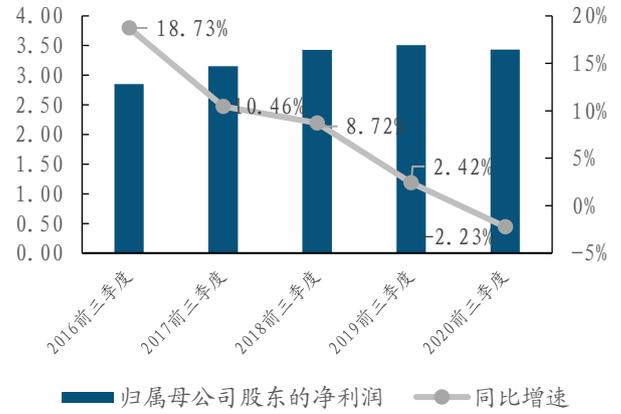
单位：亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	135.30	137.12	138.05	170.29	218.65
增长率 (%)	3.65	1.35	0.67	23.35	28.40
归属母公司股东净利润	4.57	4.58	4.66	5.67	7.40
增长率 (%)	-12.99	0.34	1.73	21.62	30.59
每股收益 (EPS)	0.17	0.17	0.17	0.21	0.27

数据来源：WIND，中航证券研究所

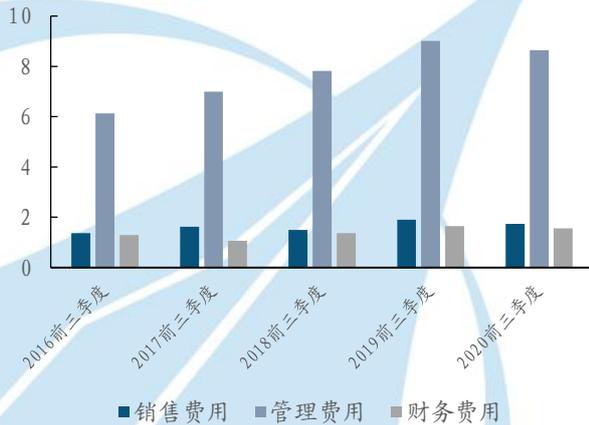


◆ 近年来公司主要财务数据
图 1: 公司三季报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

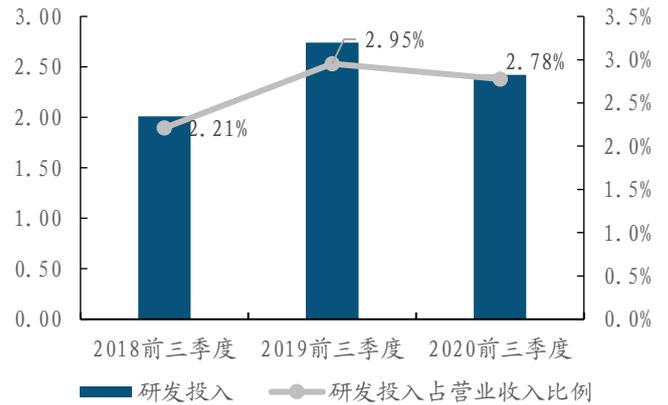
图 2: 公司三季报归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 3: 公司三季报三费情况 (单位: 亿元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

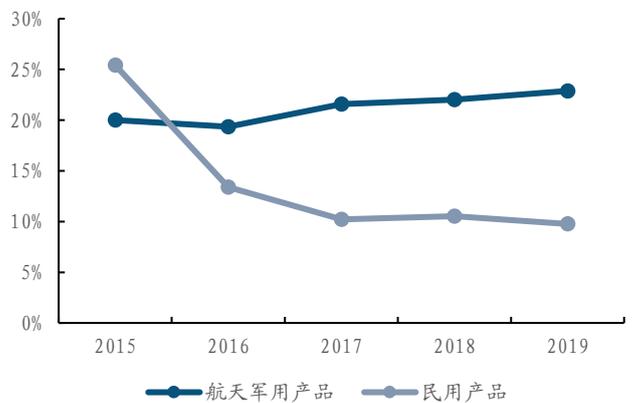
注: 表中管理费用包含研发费用

图 4: 公司三季报研发投入及其占营收比例 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 5: 公司 2015-2019 年收入主要构成 (单位: 亿元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 6: 公司 2015-2019 年主营业务毛利率情况 (单位: %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所



报表预测				
利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13712.21	13804.73	17028.67	21864.57
减: 营业成本	11079.09	11304.09	13828.18	17700.89
营业税金及附加	52.87	48.32	66.41	76.53
销售费用	274.45	249.87	347.38	456.97
管理费用	1483.42	1470.20	1876.56	2405.10
财务费用	225.76	143.72	189.49	284.51
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
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	588.75	720.88	941.24
加: 其他非经营损益	8.50	8.56	8.25	8.60
利润总额	585.17	597.31	729.13	949.84
减: 所得税	83.89	93.75	113.04	146.02
净利润	501.29	503.56	616.09	803.82
减: 少数股东损益	43.00	37.34	49.09	63.39
归属母公司股东净利润	458.29	466.21	567.00	740.43
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2897.04	3451.18	4257.17	5466.14
应收和预付款项	8794.18	8663.60	11268.85	14567.39
存货	10400.68	9828.96	12349.44	15676.53
其他流动资产	1231.51	45.30	54.65	70.69
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	4545.43	3965.25	3361.01
无形资产和开发支出	722.92	699.02	675.11	651.20
其他非流动资产	100.61	96.79	92.44	86.82
资产总计	29228.27	27330.28	32662.91	39879.79
短期借款	3720.50	3702.59	5865.40	8386.80
应付和预收款项	8608.93	7955.93	9710.37	12601.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3909.30	2325.29	3124.57	4125.48
负债合计	16238.73	13983.80	18700.34	25113.42
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	5196.85	5763.84	6504.28
归属母公司股东权益	12373.36	12692.95	13259.95	14000.38
少数股东权益	616.18	653.52	702.61	766.00
股东权益合计	12989.54	13346.47	13962.56	14766.38
负债和股东权益合计	29228.27	27330.28	32662.91	39879.79
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	259.28	1064.86	-963.69	-815.04
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	-308.41	1972.11	2225.48
现金流量净额	1190.66	554.14	805.98	1208.98

数据来源: WIND, 中航证券研究所

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，中航证券研究所首席分析师。

王宏涛，SAC 执业证书号：S0640520110001，航天二院博士，中航证券研究所军工行业分析师。

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。