

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):

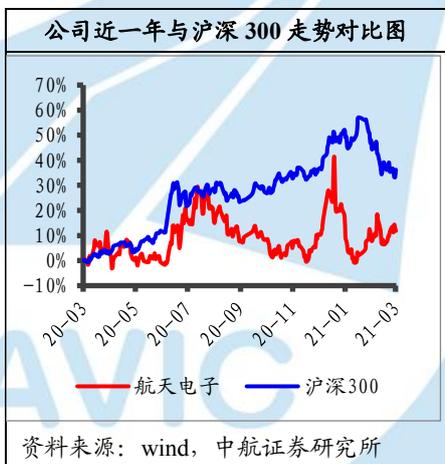
航天产品收入占比持续提升, 无人机系统子公司 净利润增长超 80%

行业分类: 国防军工

2021年3月27日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.03.26)	7.19
目标股价	12.60

基础数据 (2021.03.26)	
上证指数	3418.33
总股本(亿股)	27.19
流通A股(亿股)	27.19
资产负债率	57.20%
ROE(摊薄)	3.78%
PE(TTM)	40.9
PB(LF)	1.54



事件: 公司3月25日公告, 2020年公司营收140.09亿元(+2.16%), 归母净利润4.78亿元(+4.40%), 毛利率18.99%(-0.21pcts), 净利率3.78%(+0.12pcts)。同时, 公司在2021年度财务预算的议案中提出, 2021年度, 公司将力争实现营业收入149亿元(+6.36%), 力争实现利润总额6.75亿元(+5.16%)。

投资要点:

● 公司军品收入占比近三年持续提升, 无人机系统业务子公司航天飞鸿净利润大幅增长

2020年, 公司营业收入(140.09亿元, +2.16%)略有增长, 而在2020年公司管理费用及研发费用增长放缓、财务费用及销售费用大幅下降、同时疫情期间政府补贴增长等多个因素影响下, 公司利润总额(6.42亿元, +9.71%)恢复了增长。

具体来看, 公司业务可以分为**航天产品以及民用产品两大类**。

航天产品方面, 2020年, 受益于航天发射及型号任务的增长, 公司航天产品业务收入(100.78亿元, +11.53%)保持了稳定增长, 这也是公司2020年整体收入能够保持增长的重要原因。同时, 受原材料、人工成本上涨等因素影响, 航天产品的毛利率(20.55%, -2.33pcts)较上年略有下降。值得注意的是, 2020年, 公司专业从事无人机系统业务的子公司航天飞鸿收入(8.76亿元, +24.96%)快速增长(2019年航天飞鸿的财务数据基于公司发布的《航天时代飞鸿技术有限公司拟股权激励所涉及的股东全部权益价值资产评估报告》中的数据), 净利润(0.56亿元, +80.65%)大幅增长, 可以发现, 航天飞鸿的净利率(6.39%)高于公司整体的净利率(3.78%), 以上表明了**公司盈利能力较强的无人机系统业务正处于迅速发展阶段, 未来伴随公司无人机系统业务的快速放量, 规模效应有望带来利润的持续快速增长, 无人机系统业务有望成为公司未来航天产品中的一个重要的收入增长点 and 利润贡献点。**

民用产品方面, 由于公司主要民用产品子公司航天电工地处武汉, 受疫情影响较大, 2020年公司民用产品业务营收(37.32亿元, -17.17%)整体出现下降, 但受政府补贴增加、销售费用等费用下降, 导致该业务毛利率(11.83%, +2.07pcts)有所上升。

整体来看, 近三年来, 公司航天产品收入占比在持续提升, 2020年已达到约72%, 较2019年再次提升了约6个百分点。我们认为, **公司未来或持续加大对主业的聚焦, 航天产品的收入占比有望持续**

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

增长，公司未来整体的毛利率也有望持续得到改善。

● **公司经营现金流持续改善，存货增长或表明在手订单充裕**

费用方面，2020年，在公司收入略有增长下，公司销售费用率（1.72%，-0.28pcts）和财务费用率（1.38%，-0.27pcts）出现下降，我们认为主要系疫情影响以及偿还借款所致。

现金流量方面，2020年，公司经营活动产生的现金流量净额（4.81亿元，+85.42%）大幅增长，系公司加大应收账款催收力度、强化经营活动的现金支出管理所致；筹资活动产生的现金流量净额（2.37亿元，-83.73%）大幅下降，系公司实施了现金分红及偿还借款所致。

其他财务数据方面，报告期末，公司应收账款（62.29亿元，+0.53%）略有增长，当前，公司应收账款主要来源于军品业务，因此我们判断坏账风险较小；公司存货（114.53亿元，+10.12%）保持增长，我们认为，主要原因包括公司部分产品生产周期长，且公司航天产品中目前仍多以配套产品为主，在交付后仍需调试才能确认交付所致。可以看出，两金合计占公司总资产比例仍较高，可能会对公司经营业绩增长。另外，值得注意的是，2020年公司预付账款（30.10亿元，+24.97%）出现了一定上升，系公司加大备货量，且公司存货（114.54亿元，+10.12%）以在产品（账面价值占比69.16%）为主，我们认为，以上或表明公司目前在手航天产品订单较为充裕，未来均有望兑现至利润表，构成公司未来业绩保持增长的基础。

● **依托传统航天电子领域优势，公司业务向整机系统及航天技术应用等领域拓展**

公司是中国航天科技集团有限公司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，主营业务为航天电子、无人系统装备、物联网及高端智能装备等产品的研发、生产与销售及电线、电缆产品的研发、生产与销售。

① 航天电子产品业务

公司的航天电子产品业务种类较多，主要应用于运载火箭、飞船、卫星等航天领域。具体包括军民用测控通信系统、遥感信息系统、卫星应用等系统级产品；军民用惯性导航产品、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、精密机电产品等器件产品。

2020年，公司在该业务取得的成果包括：成功完成世界首次海流海浪探测载荷机载等效飞行验证；“单波长激光雷达”搭载雪龙号圆满完成北极科考任务；“三波长大气偏振拉曼激光雷达”顺利交付雄安新区；首套商业卫星数传系统随吉林一号卫星成功入轨，顺利完成在轨开通和有关测试；混合信号FPGA研制能力取得了新突破，实现了单一封装内智能传感器模拟数字信号协同处理；多型机电组件类产品完成首批研制生产和交付，为开拓相关领域新兴市场提供了重要保障；耐高温电连接器完成样品研制，已提交用户试用等等。

我们认为，公司航天电子产品业务所处的市场则与我国航天重大工程以及商业航天的发展关联密切，而航天测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航等航天电子产品业务是公司传统的优势专业，竞争实力较强。当前，航天科技集团已经披露2021年计划安排40余次宇航发射任务，而十四五期间我国众多航天重大工程即将开展，商业航天有望逐步落地，在以上背景下，作为航天军工央企国家队核心配套企业，公司以上航天电子产品业务收入将保持稳定增长，为公司未来的业绩增长奠定基础。

② 无人系统装备产品

公司无人系统产品业务为无人系统装备的研发、设计、制造、销售，主要包括无人机系统、精确制导产品系统、其他无人装备等系统级产品和服务，主要应用于国防装备、物流运输等国防和国民经济领域。目前，公司具有装备发展部无人机研制生产资质，是全军无人机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；精确制导产品领域的“飞腾”系列精确制导炸弹是航天科技集团唯一总体单位，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国际知名度。

2020年,公司在该业务取得的成果包括:飞鸿98大商载无人运输系统适航取证及交付批工作按计划顺利推进;适配无人机的某型航空活塞发动机圆满完成首飞试验;无人机成功开展人工增雨作业和台风探测试验等。

我们认为,在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中,我国明确提出了要加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。而无人机与精确制导炸弹作为当代信息化战争中不可缺少的现代化武器装备,在十四五期间国内的需求有望保持高速增长。而在2020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无人系统装备的贸易热度也有望得到进一步提升。总体来看,公司无人机及精确制导炸弹业务所处产业市场需求充足,依托公司在相关配套分系统上的传统优势,公司无人机及精确制导炸弹有望保持在“十四五”期间保持快速发展态势,构成公司航天产品中重要的收入增长点和利润贡献点。

③ 物联网及高端智能装备产品

公司物联网及高端智能装备产品业务为物联网及高端智能装备的研发、设计、制造、销售,主要包括物联网信息系统集成、太赫兹安检仪、智能感知、特种电机等产品和服务,主要应用于智慧训练、智慧后勤,以及智慧政务、安防等领域。

2020年,公司推动了航天技术应用产业化项目的培育和发展,先后中标了某地全域导调指挥通信系统、智慧训练设施、训练基地管理信息系统、某城市智慧公交等多个重点项目,为发展智慧城市、智慧安防、智慧园区等开创了新局面。

我们认为,在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中,我国提出要提高数字政府建设水平以及加快国防和军队现代化背景,均将拉动我国物联网及高端智能装备所处市场的需求。而公司依托在先进传感器、信息通信及其他物联网领域相对完备的产业链优势,在物联网及高端智能装备业务拓展均具有一定优势,这一点从2020年公司子公司物联网收入(0.77亿元,+175.82%)快速增长中可以得到验证。但整体来看,目前公司该业务收入规模仍相对较小,短期内对公司整体业绩增长构成的贡献或有限,从中长期来看,公司该业务成长空间前景可期。

④ 电线、电缆产品

公司电线、电缆业务为电线、电缆产品的研发生产及销售,主要包括民用导线、电缆及军用特种电缆产品。民用导线、电缆主要用于输变电工程、各类电力传输等领域,军用特种电缆主要用于航天军工、核电等领域。

公司全资子公司航天电工大力拓展电线电缆产品在轨道交通、国家电网、南方电网等领域的大客户市场,强化订单获取,在国家电网2020年度“集中采购”、珠三角城际铁路、盐城铁路、哈尔滨市轨道交通、广州市轨道交通、武汉市轨道交通、国家能源E购商城以及大唐集团集中采购等重点项目中持续中标;大力拓展特种电线电缆市场,取得多个航天运载新型号的电缆订单;“彩色16KV、30KV、50KV高压导线研发项目”已通过中国空间技术研究院评审,有望获得宇航市场订单。

我们认为,尽管受到国内民用中低端电线电缆产能过剩影响以及2020年的疫情冲击,公司民用电线电缆持续出现下滑,但基于公司在军用及特种电缆上具有的技术储备,在公司电线电缆业务的结构调整和转型升级下,公司该部分业务的收入有望恢复增长,毛利率有望得到改善。

● 剥离亏损资产,开展股权激励等多项举措有助于公司未来中长期发展

报告期内,公司拟将从事民品业务(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2019年净利润为27万元,2020年H1净利润为-0.54亿元)。同时,公司在2020年12月公告,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)。另外,公司与顺丰控股股份有限公司所属公司合资成立航天时代飞鹏有限公司,并同步引入核心员工持股的激励措施。

整体来看，公司剥离亏损资产子公司普利门，将有助于中长期公司盈利能力的提高，同时，对无人机系统业务子公司航天飞鸿开展股权激励，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。

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 2020年公司军品业务营收超过百亿元，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且处于迅速发展阶段，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 新冠肺炎疫情对公司各项业务影响有限，伴随“十四五”期间多个航天重大工程的正式启动，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2021-2023年的营业收入分别为163.05亿元、191.25亿元和228.48亿元，归母净利润分别为5.68亿元、6.77亿元、8.27亿元，我们给予目标价格12.60元，对应2021-2023年的PE为60倍、48倍、39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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	137.12	140.09	163.05	191.25	228.48
增长率(%)	1.35	2.16	16.40	17.29	19.47
归属母公司股东净利润	4.58	4.78	5.68	6.77	8.27
增长率(%)	0.34	4.40	18.74	19.13	22.14
每股收益(EPS)	0.17	0.18	0.21	0.25	0.30

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：公司近五年营业收入及增速（单位：亿元；%）


资料来源：WIND，中航证券研究所

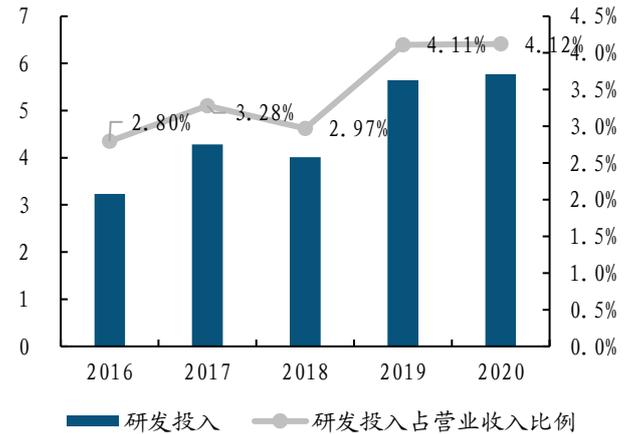
图 2：公司近五年归母净利润及增速（单位：亿元；%）


资料来源：WIND，中航证券研究所

图 3：公司近五年三费情况（单位：亿元）


资料来源：WIND，中航证券研究所

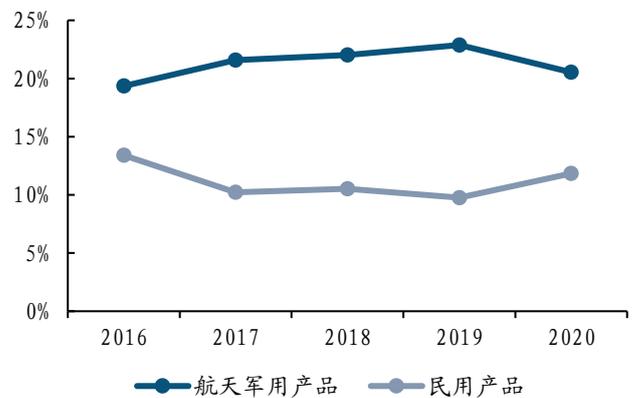
注：表中管理费用包含研发费用

图 4：公司近五年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：公司近五年收入主要构成（单位：亿元）


资料来源：WIND，中航证券研究所

图 6：公司近五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)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14008.59	16305.45	19125.11	22848.05
减: 营业成本	11348.40	13280.38	15568.50	18566.85
营业税金及附加	41.14	55.44	66.94	79.97
销售费用	240.95	322.85	386.33	470.67
管理费用	1556.70	1798.49	2101.85	2488.15
财务费用	193.22	108.36	115.93	158.45
资产减值损失	-43.71	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-4.08	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	634.86	740.14	885.80	1084.62
加: 其他非经营损益	7.13	7.67	7.92	7.61
利润总额	641.99	747.81	893.72	1092.23
减: 所得税	112.37	122.70	146.82	181.31
净利润	529.62	625.11	746.91	910.92
减: 少数股东损益	51.17	57.00	70.14	84.30
归属母公司股东净利润	478.46	568.10	676.77	826.61
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3072.06	2934.98	3442.52	4112.65
应收和预付款项	9409.12	10614.79	12651.00	15369.91
存货	11453.70	13124.18	15501.44	18445.97
其他流动资产	1499.53	46.86	54.36	65.18
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	4993.76	4423.83	3818.71	3191.35
无形资产和开发支出	680.80	656.53	632.26	607.99
其他非流动资产	96.01	92.27	87.99	82.45
资产总计	31204.99	31893.45	36188.28	41875.49
短期借款	2843.00	2617.24	3470.54	4915.56
应付和预收款项	7891.40	9811.81	11147.97	13515.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	7114.45	5332.99	6691.44	7654.94
负债合计	17848.85	17762.03	21309.95	26086.26
股本	2719.27	2719.27	2719.27	2719.27
资本公积	4776.11	4776.11	4776.11	4776.11
留存收益	5018.54	5586.64	6263.41	7090.03
归属母公司股东权益	12673.76	13392.03	14068.80	14895.41
少数股东权益	682.38	739.39	809.53	893.83
股东权益合计	13356.14	14131.42	14878.32	15789.24
负债和股东权益合计	31204.99	31893.45	36188.28	41875.49
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	480.75	270.30	-6.19	-403.56
投资活动现金流净额	-453.22	-202.30	-202.44	-201.46
筹资活动现金流净额	236.63	-205.08	716.16	1275.15
现金流量净额	263.36	-137.08	507.54	670.13

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。