

证券研究报告—动态报告

国防军工

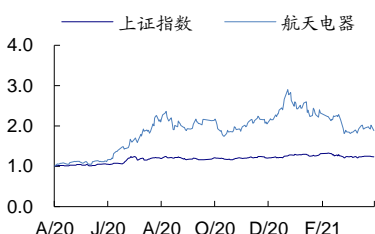
航天军工

航天电器(002025)
增持

2020 年年报点评

(调低评级)

2021 年 04 月 12 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	429/429
总市值/流通(百万元)	19,798/19,794
上证综指/深圳成指	3,413/13,496
12 个月最高/最低(元)	72.00/24.45

相关研究报告:

《航天电器：支撑发展的基础因素具有良好稳定性》——2005-11-08
 《航天电器：基于管理价值的选择》——2005-10-17

证券分析师：花超

电话：
 E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521040001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

年报利润增速低于营收增速，一季报预增 50%-70%

● 年报利润增速远低于营收增速，主要受成本端影响

营收 42.18 亿元 (+19.38%)，利润总额 5.64 亿元，较上年同期增长 11.61%；净利润 4.34 亿元，较上年同期增长 7.80%。收入较好增长系产品订货、营业收入实现较快增长。分产品看，主要是连接器实现 27.3 亿，同比增长 23.15%，电机业务实现 10.1 亿，同比增长 17.28%，应是军品业务增长带动。利润增速远低于营收，公司年报解释营收成本同步增长，主导产品生产所需的贵金属、有色金属、化工材料采购价格上涨。单季度看，公司四季度实现营收 12.16 亿，同比增长 19.05%，归母净利润 1.26 亿，同比增长 19.38%。

● 毛利率、净利率有所下滑，军品结构占比提升的情况还未明显体现

公司整体毛利率 34.41%，较去年下降 0.5 个百分点，主要受原材料成本、制造成本的上涨所致。净利率 12.06%，较去年下滑 0.92 个百分点，公司 20 年费用端并未体现出规模效应，其中销售费用同比增加 39%，主要系新产品推广、技术服务支撑的投入增加。管理费用同比增加 17.93% 系变动管理费用同比有所增加。同时加大了研究开发费同比增长 13.25%，持续加大在 5G 用连接器、高速连接器、微特电机、板间射频连接器、光背板及传输一体化、微系统及互连传输等新产品的开发投入。

● 一季报同比增速 50%-70%，逐步体现订单较好情况

另公司公告一季度业绩预告，归母净利润 1.09-1.24 亿元，同比增长 50% - 70%，一方面 2020 年受新冠疫情影响，春节假期延长、部分子公司开工不足，造成当年一季度公司经营业绩基数较低。二是 2021 年一季度公司主业产品订单、营业收入同比实现较快增长。

● 投资建议：

导弹领域在多重背景驱动下有望呈现高景气度，公司的弹载连接器领域市场份额居首，优势突出，核心受益；此外民品发展具有潜力，中长期看受益于 5G 基站建设及元器件的国产替代。公司定增还未发行完毕，定增后产能扩张后业绩有望快速提升，预计 2021-2023 年净利润 6.4/ 8.5 / 11.3 亿元，同比增速 47/33/32%，当前股价对应 PE=31/23/18x，给予“增持”评级。

● 风险提示：军品业务放量不及预期；民品业务拓展不及预期
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,534	4,218	5,273	6,749	8,538
(+/-%)	24.7%	19.4%	25.0%	28.0%	26.5%
净利润(百万元)	402	434	638.91	852.54	1127.55
(+/-%)	12.1%	7.8%	47.4%	33.4%	32.3%
每股收益(元)	0.94	1.01	1.49	1.99	2.63
EBIT Margin	24.1%	23.2%	14.5%	15.7%	16.6%
净资产收益率(ROE)	13.3%	12.7%	16.2%	18.4%	20.2%
市盈率(PE)	49.2	45.7	31.0	23.2	17.6
EV/EBITDA	22.8	20.3	26.4	19.9	15.3
市净率(PB)	6.53	5.81	5.03	4.27	3.55

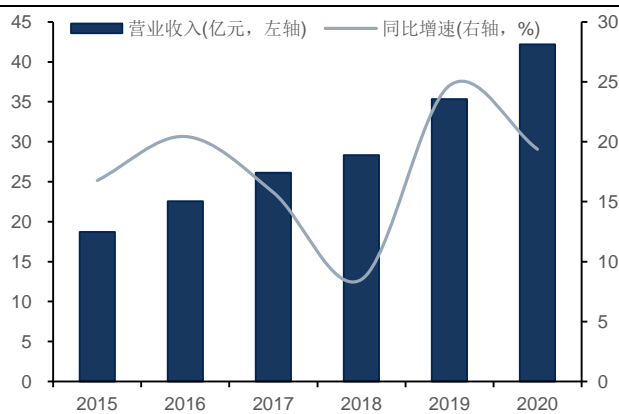
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

年报利润增速远低于营收增速。2020 年实现营收 42.18 亿元 (+19.38%)，实现利润总额 5.64 亿元，较上年同期增长 11.61%；实现净利润 4.34 亿元，较上年同期增长 7.80%。收入较好增长系产品订货、营业收入实现较快增长。分产品看，主要是连接器实现 27.3 亿，同比增长 23.15%，电机业务实现 10.1 亿，同比增长 17.28%，应是军品业务增长带动。利润增速远低于营收，公司年报解释营收成本同步增长、主导产品生产所需的贵金属、有色金属、化工材料采购价格上涨。单季度看，公司四季度实现营收 12.16 亿，同比增长 19.05%，归母净利润 1.26 亿，同比增长 19.38%。

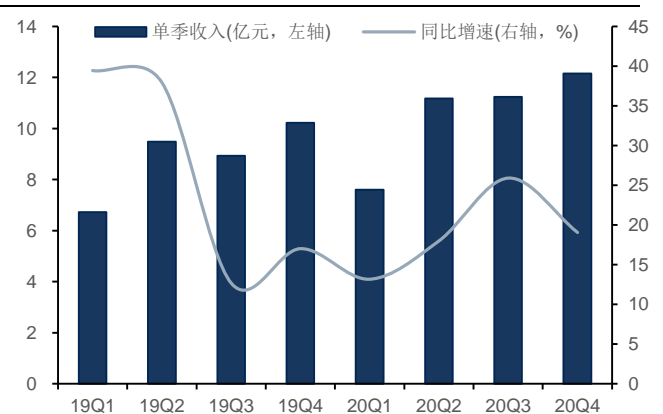
另公司公告一季度业绩预告，归母净利润 1.09-1.24 亿元，同比增长 50% - 70%，一方面 2020 年受新冠疫情影响，春节假期延长、部分子公司开工不足，造成当年一季度公司经营业绩基数较低。二是 2021 年一季度公司主业产品订单、营业收入同比实现较快增长。

图 1: 航天电器营业收入及增速



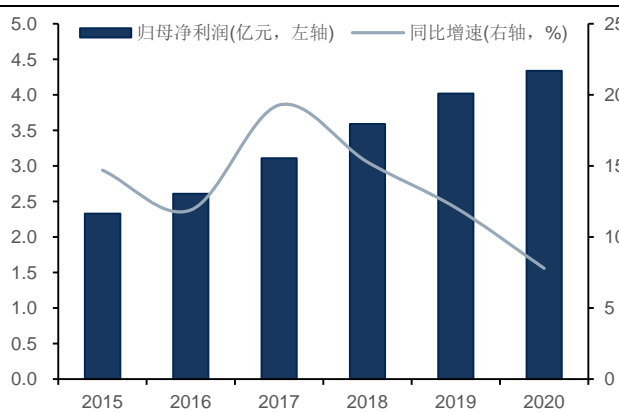
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 航天电器单季营业收入及增速



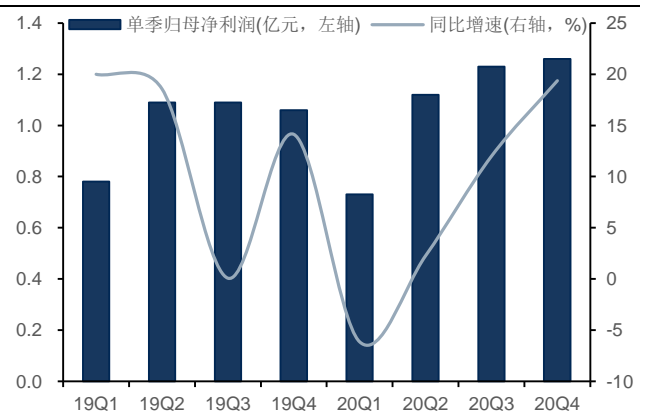
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 航天电器归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

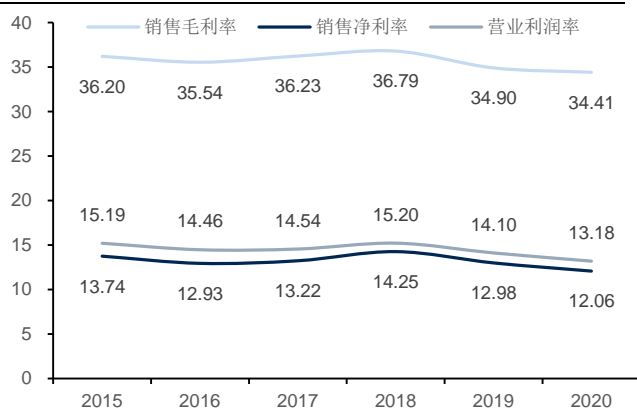
图 4: 航天电器单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

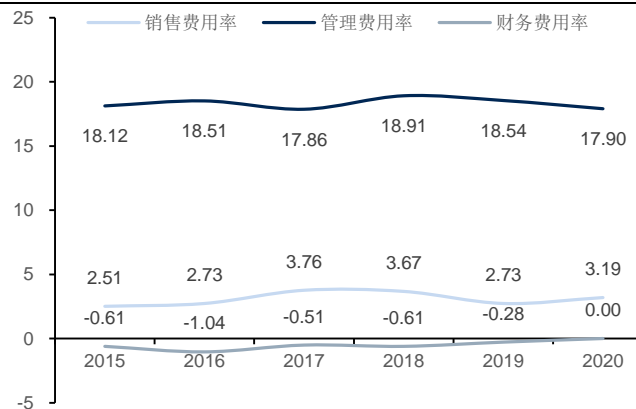
公司整体毛利率 34.41%，较去年下降 0.5 个百分点，主要受原材料成本、制造成本的上涨所致。净利率 12.06%，较去年下滑 0.92 个百分点，公司 20 年费用端并未体现出规模效应，其中销售费用同比增加 39%，主要系新产品推广、技术服务支撑的投入增加。管理费用同比增加 17.93%系变动管理费用同比有所增加。同时加大了研究开发费同期增长 13.25%，持续加大在 5G 用连接器、高速连接器、微特电机、板间射频连接器、光背板及传输一体化、微系统及互连传输等新产品的开发投入。

图 5: 航天电器三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

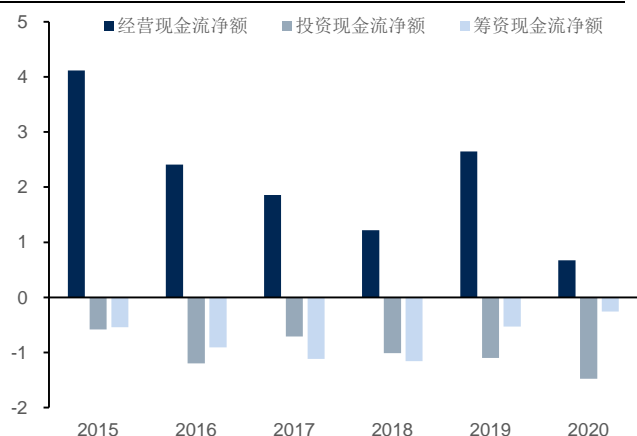
图 6: 航天电器毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

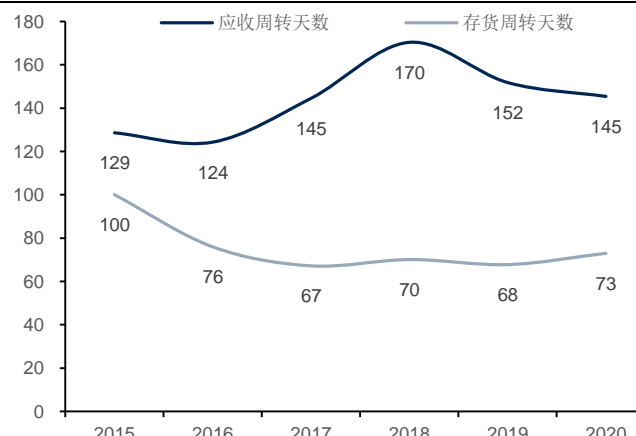
公司“经营活动产生的现金流量净额”为 67,292,444.97 元, 较上年同期下降 74.64%的主要原因: 一是面对严峻复杂的经济形势, 公司积极采取专项措施, 强化贷款回笼、严控非生产性支出, 2020 年公司贷款回笼情况优于上年同期, 但由于贷款结算收到的商业汇票占比增加, 公司实际收到的货币资金略低于预期目标; 二是 2020 年公司未开展应收账款保理业务; 三是为满足客户订单交付, 公司适度加大了存货储备。

图 7: 航天电器经营性现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 航天电器主要流动资产周转情况 (天数)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议:

导弹领域在多重背景驱动下有望呈现高景气度, 公司的弹载连接器领域市场份额居首, 优势突出, 核心受益; 此外民品发展具有潜力, 中长期看受益于 5G 基站建设及元器件的国产替代。公司定增还未发行完毕, 定增后产能扩张后业绩有望快速提升, 预计 2021-2023 年净利润 6.4/ 8.5 / 11.3 亿元, 同比增速 47/33/32%, 当前股价对应 PE=31/23/18x, 给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	836	900	920	950	营业收入	4218	5273	6749	8538
应收款项	3931	4767	5917	7018	营业成本	2767	3417	4320	5396
存货净额	626	778	938	1130	营业税金及附加	10	12	13	16
其他流动资产	232	237	324	359	销售费用	135	158	202	256
流动资产合计	5625	6682	8099	9456	管理费用	327	922	1152	1456
固定资产	646	743	818	877	财务费用	(0)	(1)	8	9
无形资产及其他	97	92	88	83	投资收益	0	30	30	30
投资性房地产	84	84	84	84	资产减值及公允价值变动	14	35	21	23
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(438)	0	0	0
资产总计	6453	7602	9089	10500	营业利润	556	830	1104	1458
短期借款及交易性金融负债	50	308	470	350	营业外净收支	8	(3)	(3)	(3)
应付款项	2022	2241	2687	3057	利润总额	564	826	1101	1454
其他流动负债	158	221	279	350	所得税费用	55	77	101	132
流动负债合计	2230	2770	3436	3757	少数股东损益	75	110	147	194
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	434	639	853	1128
其他长期负债	104	94	86	79					
长期负债合计	104	94	86	79	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2334	2864	3522	3836	净利润	434	639	853	1128
少数股东权益	713	805	926	1087	资产减值准备	15	4	3	3
股东权益	3406	3934	4641	5577	折旧摊销	110	94	111	129
负债和股东权益总计	6453	7602	9089	10500	公允价值变动损失	(14)	(35)	(21)	(23)
					财务费用	(0)	(1)	8	9
					营运资本变动	(549)	(717)	(898)	(890)
					其它	47	87	119	158
					经营活动现金流	43	72	165	504
					资本开支	(162)	(155)	(163)	(163)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(162)	(155)	(163)	(163)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(76)	(111)	(145)	(192)
					其它融资现金流	167	258	162	(119)
					融资活动现金流	16	146	17	(311)
					现金净变动	(103)	64	20	30
					货币资金的期初余额	939	836	900	920
					货币资金的期末余额	836	900	920	950
					企业自由现金流	284	(85)	14	361
					权益自由现金流	452	173	168	233

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.01	1.49	1.99	2.63
每股红利	0.18	0.26	0.34	0.45
每股净资产	7.94	9.17	10.82	13.00
ROIC	23%	15%	17%	20%
ROE	13%	16%	18%	20%
毛利率	34%	35%	36%	37%
EBIT Margin	23%	14%	16%	17%
EBITDA Margin	26%	16%	17%	18%
收入增长	19%	25%	28%	27%
净利润增长率	8%	47%	33%	32%
资产负债率	47%	48%	49%	47%
息率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%
P/E	45.7	31.0	23.2	17.6
P/B	5.8	5.0	4.3	3.5
EV/EBITDA	20.3	26.4	19.9	15.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032