

航天电器 (002025)

证券研究报告

2021 年 04 月 15 日

扩产应对需求提升，关联交易推测订单排产加速，“十四五”营收规模再上台阶

事件：公司发布 2020 年年报，实现营业收入 42.18 亿元，同比增加 19.38%；实现归母净利润 4.34 亿元，同比增长 7.80%。

● 订单饱满积极备产，2020 年呈现逐季递增趋势

公司在重点市场的占有率持续提升，全年产品订货、营业收入实现较快增长。单季度来看，Q4 实现营收为 12.16 亿元，同比增长 19.05%；归母净利润为 1.26 亿元，同比增长 19.38%，业绩增速逐季提升。期间费用率为 21.08%，较去年同期增加 0.10pct，其中新产品推广和技术服务投入导致销售费用同比提升 39.73%。**资产负债表端**，存货为 6.26 亿元（+25.97%），其中在产品 1.73 亿元（+34.72%）、原材料 2.02 亿元（+10.96%）；合同负债及预收款 0.43 亿元（+62.7%），表明订单充足，备产排期加快。**经营指标方面**，经营性现金流净额下降 75%，原因为货款结算收到的商业汇票占比提升，产量加大的同时增加了存货储备，对于经营性现金流影响较大，但表明了应对订单增长正积极备产。

● 21 年关联交易+45%，向航天科工销售商品+73%

预计 21 年公司关联交易金额 18.9 亿元（+45%），其中向航天科工销售商品 14.5 亿元（+73%），目前已完成 3.5 亿元。根据关联交易金额推测公司目前在手订单充足，行业景气度持续提升，公司有望逐渐受益。

● 21Q1 同比提升 50-70%，全年预计较快增长

预计 2021Q1 实现归母净利润 1.09 亿元至 1.24 亿元，同比增长 50%-70%，由于 2020 年疫情影响，造成低基数效应，21Q1 订单和营收实现同步较快增长。环比来看，预计下滑 13.6%-1.6%，我们认为 Q1 以往占全年业绩比例较小，全年仍有望实现较快提升。

● 我国连接器核心供应商，高端微特电机需求显著

公司为主要的航天连接器供应商，其中军品连接器占比超过 70%，基本覆盖全部军工资务领域，民品以通讯、石油、轨道交通、电力、安防、新能源汽车、家电市场配套为主。公司先后承担载人航天、探月、北斗、火星探测等国家重大工程和重大专项配套产品研制生产任务，报告期内，连接器业务实现营收 27.28 亿元（+23.15%）。“十四五”期间，受益于武器装备需求提升，公司军品订单、排产有望进一步加速。我国是微特电机的生产和出口大国，市场规模稳步增长，报告期内，公司微特电机业务实现营收 10.1 亿元（+17.28%）。公司主要品种为伺服电机、无刷直流电机等，其中无刷电机市场前景广阔，公司将“无刷起动机系列化”列为 21 年重点开发新品，后续有望放量。

● 定增计划发布，产能有望显著提升

公司拟非公开发行募集资金不超过 14.66 亿元，用于特种连接器、特种继电器产业化建设项目，年产 153 万只新基建用光模块项目，年产 3976.2 万只新基建等领域用连接器产业化建设项目，贵州林泉微特电机产业化建设项目，收购航天林泉经营性资产，以及补充流动性，项目建设期 3 年，预计新增 23.6 亿元销售收入，并解决贵州林泉现有关联交易存在租赁费用问题。**产能提升将有效应对下游需求爆发，“十四五”期间公司营收规模有望显著提升。**

盈利预测与评级：公司作为航天连接器核心供应商，受益于军品连接器需求显著提升，电机业务稳定增长，随着扩产不断推进，看好公司长期发展。由于 20 年实际值低于前次预测值，我们将 21-22 年净利润由 5.99/7.52 下调至 5.5/7.44 亿元，23 年净利润为 9.65 亿元，对应 EPS 为 1.28/1.73/2.25 元，对应 PE 为 35.51/26.27/20.25x，维持“买入”评级。

风险提示：军品订单不及预期；应收账款增加存在坏账风险；宏观经济波动风险；新品研发不达预期；募投项目进展不达预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,533.71	4,218.41	5,279.92	6,809.70	8,588.72
增长率(%)	24.69	19.38	25.16	28.97	26.12
EBITDA(百万元)	966.97	1,104.43	728.21	982.28	1,270.67
净利润(百万元)	402.23	433.59	550.45	744.06	965.21
增长率(%)	12.06	7.80	26.95	35.17	29.72
EPS(元/股)	0.94	1.01	1.28	1.73	2.25
市盈率(P/E)	48.59	45.08	35.51	26.27	20.25
市净率(P/B)	6.45	5.74	5.10	4.33	3.61
市销率(P/S)	5.53	4.63	3.70	2.87	2.28
EV/EBITDA	11.41	25.19	26.70	19.78	15.32

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航天装备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	45.56 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	429.00
流通 A 股股本(百万股)	428.90
A 股总市值(百万元)	19,545.24
流通 A 股市值(百万元)	19,540.63
每股净资产(元)	7.94
资产负债率(%)	36.16
一年内最高/最低(元)	72.00/25.20

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势

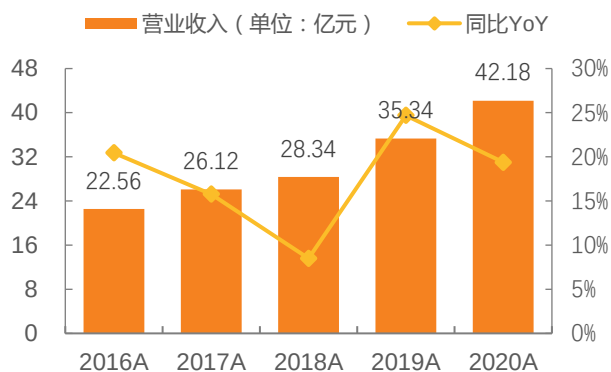


资料来源：贝格数据

相关报告

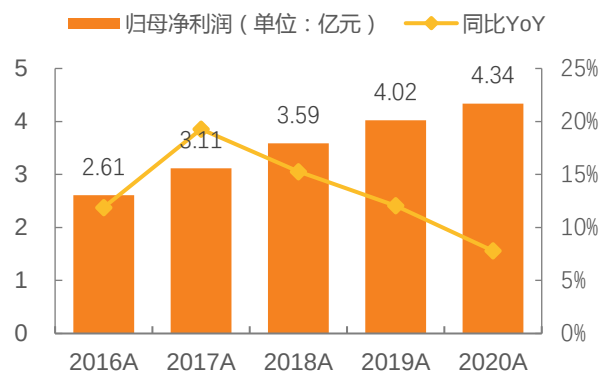
- 《航天电器-半年报点评:存货+20.16%创历史新高，产品有望随导弹产业高景气度持续放量》 2020-08-27
- 《航天电器-公司点评:导弹装备有望进入高景气放量期，军工/5G 连接器或迎拐点》 2020-06-20
- 《航天电器-季报点评:一季度订单持续增加，电信/联通 25 万座基站招标或为重要驱动》 2020-04-27

图 1：2016A-2020A 公司营业收入及增速



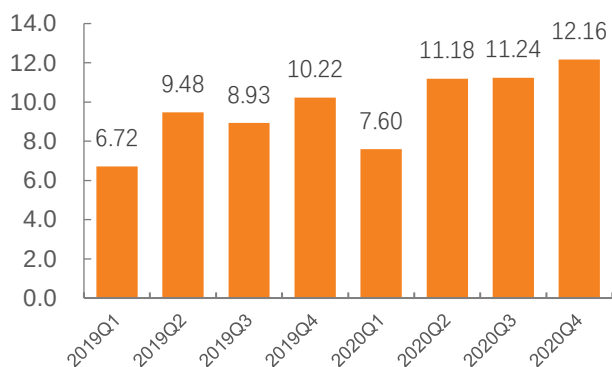
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016A-2020A 公司归母净利润及增速



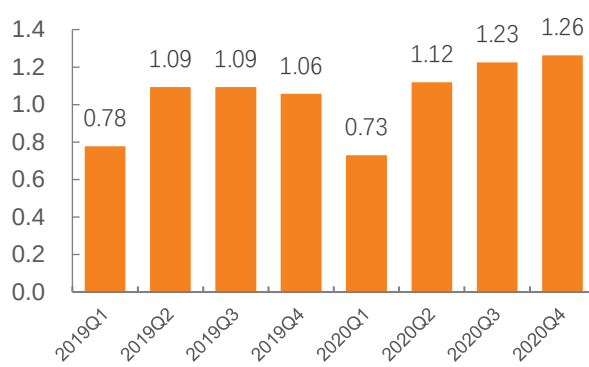
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2019Q1-2020Q4 公司单季度营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2019Q1-2020Q4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	939.17	836.30	835.24	970.70	1,080.72
应收票据及应收账款	3,048.18	3,925.62	4,936.87	6,045.52	7,471.98
预付账款	70.51	89.91	109.46	146.71	173.85
存货	496.57	625.55	722.27	1,005.25	1,157.10
其他	226.42	147.70	149.45	170.93	175.71
流动资产合计	4,780.85	5,625.07	6,753.28	8,339.11	10,059.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	595.53	619.00	622.38	641.15	656.16
在建工程	9.19	27.25	52.35	79.41	77.65
无形资产	107.33	97.35	79.76	62.16	44.57
其他	101.09	84.41	72.26	71.03	65.86
非流动资产合计	813.14	828.02	826.75	853.75	844.23
资产总计	5,593.99	6,453.09	7,580.03	9,192.86	10,903.58
短期借款	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,676.96	2,022.06	2,583.41	3,483.13	3,979.38
其他	120.41	157.60	257.02	180.84	346.07
流动负债合计	1,797.38	2,229.66	2,840.43	3,663.97	4,325.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	119.26	103.98	113.13	112.12	109.74
非流动负债合计	119.26	103.98	113.13	112.12	109.74
负债合计	1,916.63	2,333.63	2,953.57	3,776.09	4,435.19
少数股东权益	645.57	713.44	793.84	907.81	1,059.89
股本	429.00	429.00	429.00	429.00	429.00
资本公积	482.21	482.21	482.21	482.21	482.21
留存收益	2,546.18	2,915.42	3,403.63	4,079.96	4,979.50
其他	(425.61)	(420.62)	(482.21)	(482.21)	(482.21)
股东权益合计	3,677.36	4,119.46	4,626.47	5,416.77	6,468.39
负债和股东权益总计	5,593.99	6,453.09	7,580.03	9,192.86	10,903.58

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	458.63	508.95	550.45	744.06	965.21
折旧摊销	107.40	115.42	49.12	51.76	54.35
财务费用	(2.48)	4.29	(7.64)	(9.00)	(10.23)
投资损失	(0.72)	0.00	(0.24)	(0.24)	(0.24)
营运资金变动	(569.62)	(487.31)	(447.19)	(626.61)	(945.95)
其它	272.14	(74.06)	80.40	113.97	152.08
经营活动现金流	265.35	67.29	224.90	273.94	215.22
资本支出	121.85	142.68	50.84	81.01	52.38
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(231.43)	(290.23)	(110.60)	(160.77)	(102.14)
投资活动现金流	(109.58)	(147.55)	(59.76)	(79.76)	(49.76)
债权融资	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	12.78	5.34	(53.75)	9.21	10.44
其他	(65.98)	(80.95)	(112.46)	(67.94)	(65.88)
筹资活动现金流	(53.20)	(25.60)	(166.20)	(58.72)	(55.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	102.58	(105.86)	(1.06)	135.46	110.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,533.71	4,218.41	5,279.92	6,809.70	8,588.72
营业成本	2,300.40	2,766.72	3,451.16	4,419.47	5,535.82
营业税金及附加	9.51	9.97	14.21	17.58	21.86
营业费用	96.37	134.65	166.32	207.70	266.25
管理费用	277.13	326.84	419.93	534.42	674.19
研发费用	377.98	428.08	554.39	711.49	884.64
财务费用	(9.85)	(0.14)	(7.64)	(9.00)	(10.23)
资产减值损失	(14.58)	(14.18)	(4.94)	(11.23)	(10.11)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.72	0.00	0.24	0.24	0.24
其他	(2.23)	10.28	(0.48)	(0.48)	(0.48)
营业利润	498.26	556.19	686.73	939.52	1,226.54
营业外收入	9.30	12.92	12.60	11.61	12.37
营业外支出	2.42	5.30	2.96	3.56	3.94
利润总额	505.15	563.82	696.38	947.57	1,234.98
所得税	46.52	54.86	65.52	89.54	117.69
净利润	458.63	508.95	630.85	858.03	1,117.29
少数股东损益	56.39	75.36	80.40	113.97	152.08
归属于母公司净利润	402.23	433.59	550.45	744.06	965.21
每股收益（元）	0.94	1.01	1.28	1.73	2.25

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	24.69%	19.38%	25.16%	28.97%	26.12%
营业利润	15.65%	11.63%	23.47%	36.81%	30.55%
归属于母公司净利润	12.06%	7.80%	26.95%	35.17%	29.72%
获利能力					
毛利率	34.90%	34.41%	34.64%	35.10%	35.55%
净利率	11.38%	10.28%	10.43%	10.93%	11.24%
ROE	13.27%	12.73%	14.36%	16.50%	17.85%
ROIC	19.08%	18.83%	18.86%	22.57%	25.07%
偿债能力					
资产负债率	34.26%	36.16%	38.97%	41.08%	40.68%
净负债率	-25.54%	-19.09%	-18.05%	-17.92%	-16.71%
流动比率	2.66	2.52	2.38	2.28	2.33
速动比率	2.38	2.24	2.12	2.00	2.06
营运能力					
应收账款周转率	1.23	1.21	1.19	1.24	1.27
存货周转率	8.16	7.52	7.83	7.88	7.94
总资产周转率	0.69	0.70	0.75	0.81	0.85
每股指标（元）					
每股收益	0.94	1.01	1.28	1.73	2.25
每股经营现金流	0.62	0.16	0.52	0.64	0.50
每股净资产	7.07	7.94	8.93	10.51	12.61
估值比率					
市盈率	48.59	45.08	35.51	26.27	20.25
市净率	6.45	5.74	5.10	4.33	3.61
EV/EBITDA	11.41	25.19	26.70	19.78	15.32
EV/EBIT	12.74	27.98	28.63	20.88	16.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com