

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

航天电器 (002025):

公司拟扩产突破产能瓶颈, “十四五”有望迎来业绩高速增长长期

行业分类: 国防军工

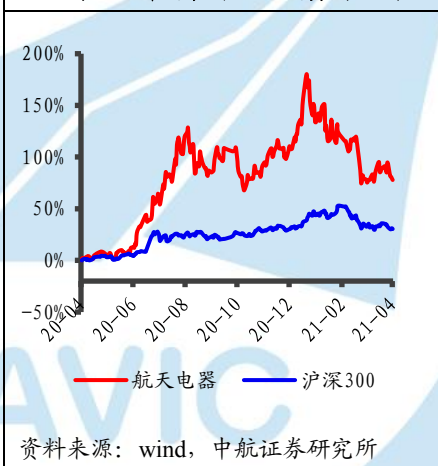
2021年4月17日

公司投资评级	持有
当前股价(2021.04.15)	45.14

基础数据 (2021.04.15)

上证指数	3398.99
总股本(亿股)	4.29
流通A股(亿股)	4.29
资产负债率	36.16%
ROE(摊薄)	12.73%
PE(TTM)	44.66
PB(LF)	5.69

公司近一年与沪深300走势对比图



➤ **事件:** 公司4月13日公告, 2020年公司营收42.18亿元(+19.38%), 归母净利润4.34亿元(+7.80%), 毛利率34.41%(-0.49pcts), 净利率12.06%(-0.92pcts)。同时, 公司预计2021年一季度归母净利润为1.09-1.24亿元, 同比增长50.00%-70.00%。

➤ 投资要点:

● 2020年连接器及电机收入稳定增长, 2021年一季度净利润预计快速增长

2020年, 公司营业收入(42.18亿元, +19.38%)继续保持稳定的增长, 主要系公司在疫情下, 深入推进“领域营销”策略, 加大新产品推广、技术服务支撑力度, 取得较好成效, 重点市场占有率提升, 全年产品订货增长所致。但受到疫情导致的物资支出、供应链保障及物流费用增加, 同时公司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、公司期间费用率略有增长等因素, 公司归母净利润(4.34亿元, +7.80%)增速低于营收增速, 毛利率(34.41%, -0.49pcts)及净利率(12.06%, -0.92pcts)均略有下降。

2021Q1, 公司归母净利润预计将达到1.09-1.24亿元, 较2020Q1同比增长50.00%-70.00%, 较2019Q1同比增长40.22%-59.52%, 公司披露主要系2020Q1公司部分子公司开工不足, 造成2020Q1公司经营业绩基数较低, 同时2021Q1公司的主业产品订单和营业收入同比实现较快增长所致。

公司主营产品包括**高端连接器、微特电机、继电器、光通信器件**等。其中, 70%以上的产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户。公司军品基本覆盖全部军工装备领域, 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。

具体来看, 2020年, 公司连接器与电机产品收入分别为27.28亿元(+23.15%)与10.10亿元(+17.28%), 均保持了稳定的增长, 由于公司产品生产主要采取以销定产的模式, 从2020年公司连接器与电机的产量均超过销量(库存量分别增长19.98%以及15.20%)来看, 公司连接器与电机的订单或较为充足, 有望在2021年兑现至利润表; 而在2020年公司特种继电器产品订单与收入有所增长背景下, 公司继电器业务收入(3.20亿元, +2.21%)增速却较2019年增速(13.94%)有所放缓, 继电器产品的销量与产量也分别下滑27.15%与42.07%, 主要系公司家电用继电器产品市场需求下滑, 导致相关

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

产品导致订单与收入下降所致；另外，2020 年公司光通信器件产品收入（1.15 亿元，-1.49%）继续下滑，但下滑幅度较 2019 年的快速下滑（-19.62%）有所收窄，我们认为与我国 5G、光通信、数据中心、物联网等领域快速发展与自主可控步伐的加快，带动了对上游光模块等光通信器件的市场需求有关。

● 公司关联交易规模及增速大幅提高，多个财务指标或表明公司订单充裕

费用方面，2020 年，在收入稳定增长的背景下，公司销售费用率（3.19%，+0.46pcts）有所增长，主要系公司在新产品推广、技术服务支撑的投入有所增加；管理费用率（7.75%，-0.09pcts）略有下降；财务费用率（0.00%，+0.28pcts）略有增长，主要系汇率波动，子公司出口业务形成的汇兑损失增加所致。

现金流量方面，2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额（0.67 亿元，-74.64%）出现了下降，主要原因包括公司积极采取专项措施，强化贷款回笼、严控非生产性支出，公司贷款回笼情况优于 2019 年，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，同时，公司 2020 年末未开展应收账款保理业务，另外，公司产量提升，加大了存货储备，相应增加了经营活动现金流出；公司投资活动产生的现金流量净额（-1.48 亿元，-34.65%）有所下降，主要系 2020 年公司及子公司技术改造、设备采购等业务结算支付的现金较上年同期增加所致；公司筹资活动产生的现金流量净额较上年增加了 0.28 亿元，主要系公司向控股股东航天江南集团有限公司借款 0.50 亿元所致。

其他财务数据方面，2020 年，公司的预收款项与合同负债合计 0.43 亿元（+62.70%），增长迅速，2020 年末，公司存货（6.26 亿元，+25.97%）保持了快速增长。同时，根据公司披露，公司预计的 2021 年关联交易中，向关联人销售商品规模（14.50 亿元，+85.09%）显著提升，在绝对值和增速上均较 2020 年（7.83 亿元，+15.27%）大幅提高，另外，公司初步测算 2021 年生产经营所需的资金（45.20 亿元，+29.14%）也较去年快速增长。综上，我们认为，以上财务数据的变化，均充分表明了公司的在手订单（或意向订单）充足，特别是在部分高端应用领域，未来将有望兑现至利润表。

● 拟定增 14.66 亿元，突破产能瓶颈，迎接十四五高增长

公司作为中国航天科工集团第十研究院下属上市公司，是集科研、生产于一体的电子元器件骨干企业。公司主营业务为高端连接器、微特电机、继电器、光电器件、电缆组件的研制、生产和销售。

公司 70%以上的产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户，结合公司高端产品市场需求增长较快，而民品市场需求不均衡等信息，可以看出，公司各项产品中，用于航天、航空、兵器等领域配套的高端电子元器件产品将有望成为公司“十四五”期间收入快速增长的主要驱动力。

2021 年 2 月，公司公告，将通过非公开发行募集资金不超过 14.66 亿元，其中 9.90 亿元将投向公司连接器、继电器、微特电机以及光模块四大主要产品的产业化建设项目，各项目建设期均为 3 年。

连接器及继电器方面，2.80 亿元将用于特种连接器及特种继电器产业化建设项目，3.36 亿元将投入新基建用连接器产业化建设项目，有望增加年产 922.05 万只特种连接器、特种继电器等产品、以及 3976.2 万只新基建等领域用连接器，预计年产收入合计达 17.04 亿元（占 2020 年公司连接器与继电器业务收入合计的 55.91%），我们认为，公司 2020 年继电器业务的收入增速尽管出现放缓，但毛利率的提升表明了公司继电器业务中盈利能力较强的高端继电器收入占比有所提高，公司募资投入新建特种继电器产线，或表明了公司未来将更聚焦于高端继电器业务，该业务领域收入及毛利率均有望得到进一步的提升；连接器作为公司收入占比最大的产品，产能的扩充表明了公司对未来连接器领域订单具有较大的预期，而从公司新基建领域用连接器达产后的均价（29.89 元/只）预计远高于公司 2020 年连接器均价（3.42 元/只）来看，无论是特种连接器还是新基建领域用连接器，公司在连接器产品的扩产或均为技术附加值较高的高端连接器，未来将为公司连接器业务收入和利润的快速增长提供支撑。

微特电机与光模块方面，公司拟将募集资金中的 1.04 亿元投向子公司贵州林泉微特电机产业化建设项目，1.09 亿元投向新基建用光模块项目。其中，微特电机产业化建设项目将增加年产 10.1 万台/套微特电机产品，规模上已经超过了公司 2020 年微特电机产量的 7.46 万台，达产后可为公司带来 3.88 亿元收入；而光模块方面，新基建用光模块项目则可为公司增加年产高速光模块、特制光模块等产品合计 153 万只，预计达产年销售收入 2.69 亿元，该项目可带来的增产规模占公司 2020 年光通信器件产量的 66.79%，

预计的新增收入较公司 2020 年光通信器件收入（1.15 亿元）已经翻倍。根据近期公司在 5G 相关光模块、高速光器件和华为光源池、并行模块等相关研发项目取得多项突破，已经成功批产 5G 模块导入瑞斯康达、格林威尔等通讯设备厂商来看，我们判断，公司在未来部分高端光模块领域的订单有望饱满，短期内公司光模块毛利率有望提升，若公司光模块项目按期完成达产，预计“十四五”公司光模块业务有望迎来高速增长。

总体来看，“十四五”期间，当前距离 2027 年建军百年奋斗目标 7 年，距离 2035 年基本实现国防和军队现代化 15 年，未来 10 到 15 年我国武器装备建设有望迎来高速增长。在此背景下，根据公司披露，公司研制生产的高端连接器、微特电机、继电器、光电器件和电子组件，部分产品属国内独家开发和生产，具有稀缺性，结合公司的军品还在军用领域基本覆盖了全部军工装备领域来看，“十四五”期间公司特种电子元器件的需求将有望进入一个高速增长期。同时，基于公司深厚的技术积淀，公司民品或将更加聚焦与盈利空间更大的新基建等高端领域，伴随“十四五”新基建战略的推进，公司民品未来需求也有望保持快速增长。公司在连接器、电机、继电器以及光通信器件四大产品方面均面临着产能瓶颈，急需通过产业化建设项目扩产，四个项目达产后预计为公司带来合计 23.61 亿元的销售收入（占公司 2020 年营业总收入的 56.59%），也侧面反映了公司对未来的订单规模有较大的预期。基于以上，我们判断，短期内，公司业绩增速可能也会受到产能瓶颈影响，但中长期上看，该问题将有望伴随公司募投项目的推进而逐步得到改善，而伴随公司未来产能的逐步提升，规模效应将有望带来边际成本的下降，公司的收入及利润也将有望进入一个高速增长期。

投资建议

我们认为，公司作为航天科工十院下属唯一上市公司平台，其在高端电子元器件产品上具有深厚的技术积淀，具体观点如下：

① 公司 70%以上产品客户为航空航天等领域高端客户，军品基本覆盖了全部军工装备领域，部分产品属国内独家开发和生产，将有望受益于“十四五”期间武器装备建设的高速增长，同时，公司部分产品未来或更加聚焦于高端应用领域，相关业务的毛利率有望提升；

② 短期内，公司未来的业绩增速可能会受到产能瓶颈影响，但中长期上看，该问题有望伴随公司募投项目的推进而逐步得到改善，而伴随产量的提升，规模效应带来边际成本的下降，也会提升公司部分产品的盈利空间，公司的收入及利润有望在“十四五”期间进入一个高速增长期；

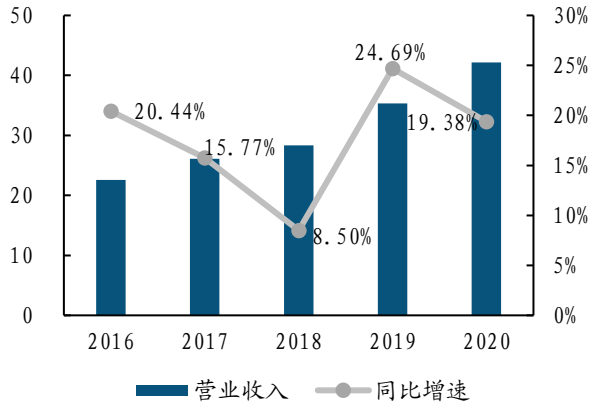
③ 公司关联交易规模及增速大幅提高，多个财务数据表明公司订单充足，特别是在部分高端应用领域，未来将有望兑现至利润表。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 53.18 亿元、65.73 亿元和 87.93 亿元，归母净利润分别为 5.74 亿元、7.24 亿元、10.24 亿元，当前股价对应 2021-2023 年的 PE 为 39 倍、31 倍、22 倍。

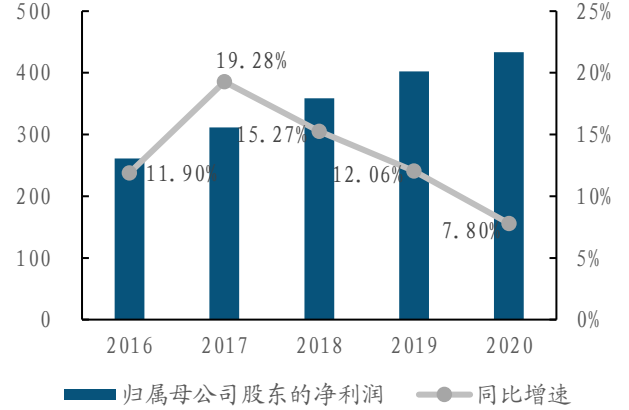
- 风险提示：公司扩产项目推进不及预期，公司民品业务拓展不及预期。
- 盈利预测：

单位：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3533.71	4218.41	5318.40	6572.82	8792.62
增长率 (%)	24.69	19.38	26.08	23.59	33.77
归属母公司股东净利润	402.23	433.59	573.74	724.14	1024.27
增长率 (%)	12.06	7.80	32.32	26.21	41.45
每股收益 (EPS) (元)	0.94	1.01	1.16	1.47	2.08

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

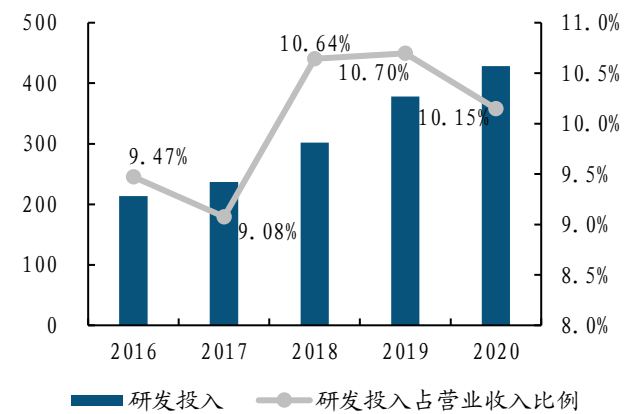
图 2: 公司近五年归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


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: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

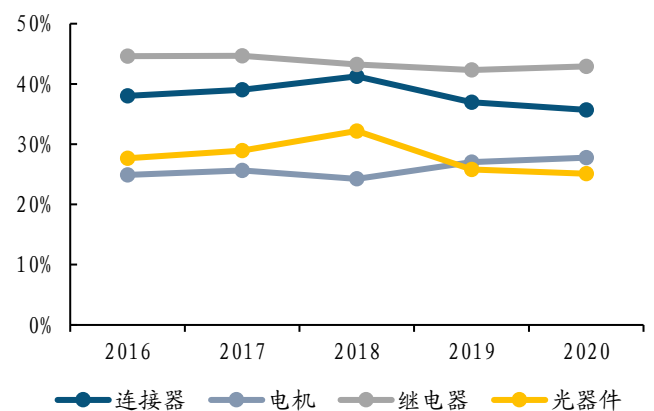
注: 表中管理费用包含研发费用

图 4: 公司近五年研发投入及其占营收比例 (单位: 百万元; %)


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	4218.41	5318.40	6572.82	8792.62
减：营业成本	2766.72	3512.83	4367.05	5788.78
营业税金及附加	9.97	12.23	14.46	19.34
销售费用	134.65	159.02	191.27	281.36
管理费用	754.91	922.74	1100.95	1424.40
财务费用	-0.14	-13.61	-25.95	-27.59
资产减值损失	-14.18	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	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	556.19	725.39	925.28	1306.99
加：其他非经营损益	7.62	7.82	7.28	7.62
利润总额	563.82	733.21	932.56	1314.61
减：所得税	54.86	69.53	88.78	125.45
净利润	508.95	663.68	843.78	1189.16
减：少数股东损益	75.36	89.94	119.64	164.88
归属母公司股东净利润	433.59	573.74	724.14	1024.27
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	836.30	2515.53	2684.55	2645.73
应收和预付款项	4020.91	4904.87	6053.74	8075.76
存货	625.55	776.27	977.89	1303.35
其他流动资产	142.31	9.21	10.34	14.30
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	646.25	526.11	403.56	279.46
无形资产和开发支出	111.24	107.27	103.30	99.33
其他非流动资产	70.53	62.15	53.24	43.06
资产总计	6453.09	8901.42	10286.62	12460.99
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2062.05	2596.36	3226.44	4292.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	221.58	182.94	183.20	212.79
负债合计	2333.63	2779.30	3409.64	4505.28
股本	429.00	492.89	492.89	492.89
资本公积	482.21	1883.95	1883.95	1883.95
留存收益	2433.21	2941.91	3577.12	4490.97
归属母公司股东权益	3406.02	5318.74	5953.96	6867.80
少数股东权益	713.44	803.38	923.03	1087.91
股东权益合计	4119.46	6122.12	6876.98	7955.71
负债和股东权益合计	6453.09	8901.42	10286.62	12460.99
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	67.29	413.09	269.64	70.88
投资活动现金流净额	-147.55	-16.30	-16.44	-15.46
筹资活动现金流净额	-25.60	1282.45	-84.18	-94.24
现金流量净额	-109.45	1679.23	169.02	-38.82

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。