



中航证券研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：宋博

证券执业证书号：S0640520090001

邮箱：songbo@avicsec.com

七一二 (603712) 2021 年中报点评： 军工通信核心供应商，业绩保持高速增长

行业分类：国防军工

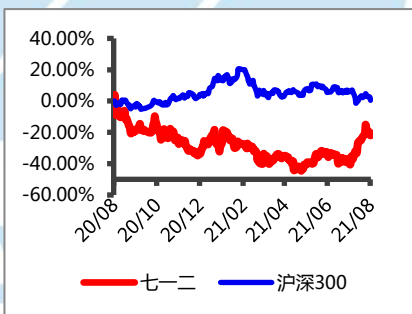
2021 年 8 月 18 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.17)	43.06
目标价格	55.44

基础数据 (2021.8.17)

上证指数	3446.98
总股本 (亿股)	7.72
流通 A 股 (亿股)	7.72
负债率 (2021H1)	60.16%
ROE (2021H1 摊薄)	5.14%
PE (TTM)	62.6
PB (LF)	11.29

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

- **事件：**公司 8 月 18 日发布半年报，2021H1 营业收入 10.92 亿元 (+30.01%)，归母净利润 1.59 亿元 (+53.74%)，扣非归母净利润 1.39 亿元 (+44.70%)，毛利率 44.65% (-1.56pcts)，净利率 14.54% (+2.25pcts)。

➤ 投资要点：

- **军用超短波无线通信设备核心供应商，具备全军种覆盖能力**

公司是我国专网无线通信产品和整体解决方案的核心供应商，公司始终服务于国家及国防战略，专注推进我国专网无线通信行业发展，主营业务覆盖军用无线通信、民用无线通信两大领域。从 2021H1 合同产生的具体收入来看：①专用无线通信终端产品收入 7.70 亿；②系统产品收入 2.43 亿；③其他产品收入 722.27 万；④材料销售、维修费及房租收入 0.73 亿。

军用通信领域：

公司是国内最早的军用无线通信设备的研发、制造企业之一，拥有完备的科研生产资质，是我军超短波无线通信设备的核心供应商与主要承制单位，产品广泛应用于陆、海、空、火箭军、战略支援部队和武警部队是业内少数可以实现全军种覆盖的企业。产品主要包括无线通信终端产品和系统产品，形态包括手持、背负、车载、机载、舰载等系列装备。

民用通信领域：

- 公司民用通信业务起源于铁路通信，成功研制并生产了我国第一代铁路无线列调电台，是国内铁路无线通信领域的领军者和行业标准的主要制定者，主要产品包括无线列调设备、CIR 机车综合无线通信设备、列车防护报警设备等，均通过 CRCC 认证。此外，公司还将业务拓展至城市轨道交通、海事、警用等专网无线通信领域，主要产品包括 TETRA 城市轨道数字集群通信系统、AIS 船舶自动识别系统和 PDT 警用通信设备等。

- **综合毛利率小幅下滑，净利率、ROE 双提升。**2021H1 公司综合毛利率 44.65% (-1.56pcts)，出现小幅下滑；2021H1 净利率 14.54% (+2.25pcts)，ROE 为 5.14% (+1.14pcts)，我们认为净利率和 ROE 双双提升主要系公司系统级产品的规模增长带动公司整体盈利能力提升以及政府补助增加带动其他收益增长所致。

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

航产融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

- **科研项目保持推进，研发费用保持增长**

费用端来看，公司 2021H1 整体费用率整体保持稳定，其中研发费用率降低 1.01pct，销售费用率增加 0.13pct，管理费用率降低 0.18pct，财务费用率减少 0.61pct。公司持续加大研发投入，2021H1 研发费用 2.68 亿元 (+24.92%)，公司重点科研项目稳步推进，积极参与多个项目的投标工作，其中某系统产品以第一名中标，该系统采用射频、综合化、自适应重构、通信中间件等先进技术，实现了对通用化软、硬件模组的智能调度管理，提高了系统资源利用率和任务可靠性，提升了系统的综合化、智能化水平，未来可实现在多种飞机平台上的推广及应用，具有广阔的市场空间。该新型系统产品的应用落地表明了公司在系统化、综合化产品领域的研发能力得到了进一步的提升。

- **存货及合同负债较期初显著增长，回款情况表现良好**

资产负债端来看：

①**备货积极**：截至 6 月底，公司存货 34.03 亿，较年初增长 20.97%，或预示公司积极备货，下游景气度显现；

②**订单充足**：公司合同负债达 16.26 亿元，较期初增长 39.81%，市场订单持续稳定增长，为后续业绩提供了有利支撑。**分领域来看，专用通信方面**，承制任务持续向指挥控制、任务管理、作战协同、目标监视、电子对抗等多任务一体化综合系统深度发展，同时多款地面、航空无线通信终端产品持续保持批量订货；**民用通信方面**，公司分别与中国国家铁路集团有限公司、各地方铁路局公司等签订了铁路无线通信设备订购合同，完成了国能电信公网 LTE 项目、国铁集团 CIR 双模列尾投标，以及成都局、广州局 CIR 更新改造项目投标。在城市轨道交通方面，公司成功签订重庆六号线支线二期、天津地铁六号线二期、郑州十号线、广州七号线一期、哈尔滨三号线二期等多个通信项目合同，不断扩大公司的业务覆盖地域。此外，公司本报告期在建工程科目较期初大幅增长 187.93%，主要因扩产能新增改扩建项目投入增加所致，彰显公司下游需求旺盛，公司正积极提升自身生产能力。

③**回款力度加大，经营性现金流改善**：公司经营性现金流净额达 5.60 亿 (+109.42%)，显示公司回款情况表现良好。

- **行业趋势及竞争格局**

行业趋势：

- **国内尚处于信息化建设初期，军用无线通信技术是实现我国军工信息化阶段的“血管”**

公司深耕军工无线通信技术，主要以短波、超短波为主，并逐步向卫星通信等领域扩张。军用通信按照传输信道可以分为无线电通信（短波、超短波、微波、卫星、散射等）、有线电通信和光通信，按照军事用途又可以分为战略通信、战役通信和战术通信。其中超短波具有频道宽通信容量大、抗干扰能力强、受气候因素影响小等优势，被广泛应用于军用航空通信。

- **铁路和轨道交通专网建设加速**

城市轨道交通行业截至 2020 年末，中国累计 45 个城市开通城轨交通运营线路共计 7978.19 千米，增加运营线路 1241.99 公里。其中地铁布线约 6302.79 公里，占比 79%；轻轨 217.6 公里，占比 2.73%；现代有轨电车 485.70 公里，占比 6.09%，其他类别占比 12.18%。从城市轨道交通布局结构看，城轨建设发展极为不均。但随着其他二三线城市加快城市轨道交通建设，以及国家城市群规划建设的推进，区域发展不平衡现象会得到改善，未来将会有更多的经济发达的二线城市加入城轨建设行列，地域布局渐趋合理。公司在稳抓一线城市轨道交通竞标建设的同时，逐步精耕二、三线城市，做到早布局、早抢占。同时公司通过持续研发投入，加速技术迭代周期，结合物联网、云计算、移动互联网、大数据等新一代信息技术发展应用，将城轨交通推向安全高效的自动化与智能化运行轨道。

竞争格局：

- **军工通信准入门槛高，公司在航空超短波领域竞争力强**

军用专网通信领域：军用专网通信行业对军工资质以及产品技术有一定的要求，对新进入者形成了较高的资质和技术壁垒，因而市场参与者不多，市场竞争程度也较低。目前主要的市场参与者有七一二、

中电科 10 所、海格通信、烽火电子、中原电子和上海瀚讯。**竞争格局上**，公司产品包括超短波通信设备和航空抗干扰通信设备等，竞争对手中电科 10 所主要从事航空电子、航天电子、通信、侦察对抗、识别、雷达等领域电子系统工程及设备的研制和生产，各专业领域在国内同行业中处于领先和主导地位；海格通信主要是在无线通信领域的短波通信电台处于显著的优势地位，小功率中长波通信电台、基站控制台为独家供货；烽火电子产品包括短波、超短波通信设备、航空搜救定位设备、北斗定位设备、卫星通信设备、主要产品均应用于地面无线通信平台；上海瀚讯主营军用宽带业务，与七一二主营的窄带业务领域存在差异，其产品性能、客户群体等亦不相同。

竞争力上，公司拥有完整的军工科研生产资质，是我军无线通信装备的核心供应商与主要承制单位，是业内少数可以实现全军种覆盖的企业。公司曾率先研制成功我军第一代超短波通信设备和第一代航空抗干扰通信设备，在抗干扰、保密性、网络化等方面始终保持国内领先水平；客户方面，公司产品广泛应用于陆、海、空、火箭军、战略支援部队和武警部队，遍布 5 大战区，500 多个师团级单位，是我军超短波无线通信设备的主要供应商，尤其在机载超短波通信领域，公司具有核心研制生产能力，在抗干扰、保密性、网络化等方面始终保持国内领先水平，产品覆盖歼击机、轰炸机、运输机、直升机、无人机、教练机等各种平台。

● **铁路通信领域受准入门槛影响市场集中度高，城市轨道交通领域竞争激烈**

铁路和城市轨道交通无线通信领域：①**铁路无线通信行业具有严格的准入制度，行政许可门槛较高，我国铁路无线通信行业市场集中度较高。**与其他信息产业相比，铁路无线通信行业内的企业数量相对较少，行业内缺乏绝对的领导者，整体市场的竞争格局较为稳定，市场规模随我国铁路建设投资增长而稳步发展，公司主要竞争对手为通号通信信息集团有限公司。②**我国城市轨道交通无线通信行业生产企业众多，竞争较为激烈，市场集中度较低。**由于政策及规划上可预期的城市轨道交通无线通信市场发展前景比较明确，配套资金的持续性投入会吸引更多的设备制造商向行业靠拢，行业内具有资金、技术、产品等优势的企业会依据城市轨道交通行业的发展方向进行转型升级，加大各方面的投入，加剧了市场的竞争。公司在城市轨道交通无线通信行业主要的竞争企业包括通号通信信息集团有限公司、海能达通信股份有限公司等。另外，在国际市场上，公司面临 MOTOROLA, INC、欧洲宇航防务集团、艾可慕 (ICOM) 株式会社等公司的竞争。

➤ **投资建议：**

我们认为，公司作为我国专网无线通信领域的核心供应商，深耕无线通讯行业，公司军用通讯终端设备覆盖手持、背负、车载、机载、舰载，实现了全军种覆盖。民用铁路和轨道交通系统产品市场占有率不断提升。随着我国军工信息化和铁路、轨道交通专网建设的加速，公司业绩有望继续向好。基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 35.59 亿元、46.58 亿元和 61.12 亿元，归母净利润分别为 7.25 亿元、9.95 亿元、13.06 亿元，EPS 分别为 0.94 元、1.29 元、1.69 元，公司 8 月 17 日收盘价 43.06 元，对应 2021-2023 年 PE 为 45.81 倍，33.38 倍，25.48 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来的发展前景，我们给予“买入”评级，目标价 55.44 元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 58.98 倍、42.98 倍、32.80 倍。

➤ **风险提示：军品放量进度不及预期；疫情对民品业务持续冲击等，铁路建设投资不及预期；**

➤ 盈利预测:

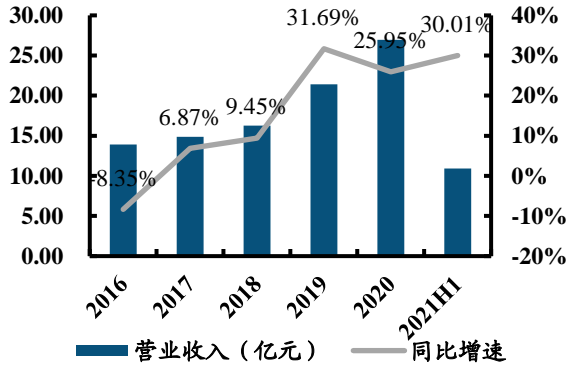
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2696.10	3559.12	4657.81	6112.45
增长率	25.95%	32.01%	30.87%	31.23%
归属母公司股东净利润	523.08	725.01	995.53	1306.19
增长率	51.48%	38.60%	37.31%	31.20%
每股收益 (EPS)	0.68	0.94	1.29	1.69

数据来源: WIND, 中航证券研究所



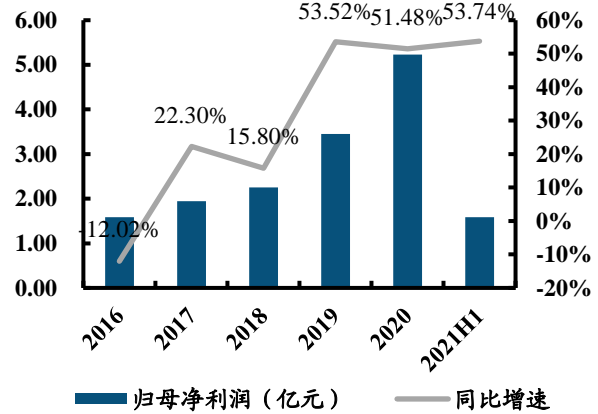
◆ 公司近 5 年及 21H1 主要财务数据

图 1: 公司近 5 年及 21H1 营业收入及增速情况



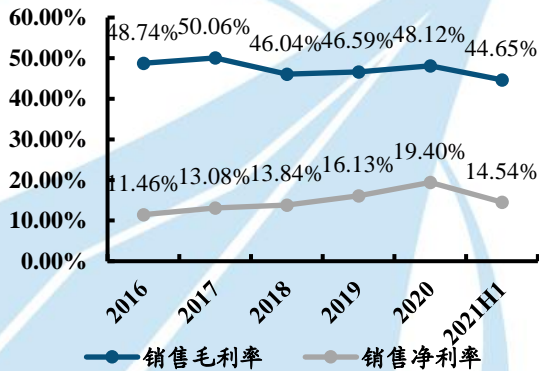
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年及 21H1 归母净利润及增速情况



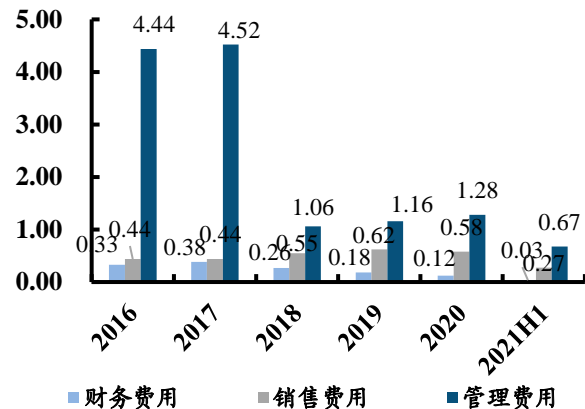
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况



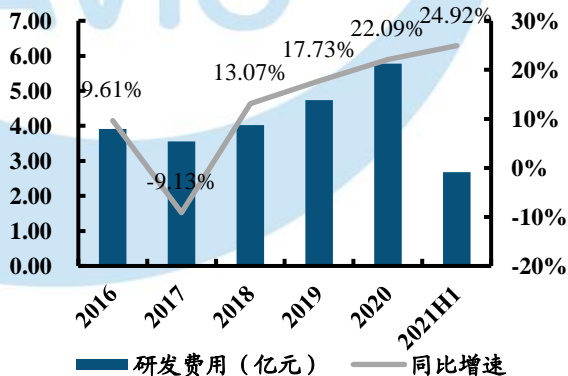
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年及 21H1 三费情况 (亿元)



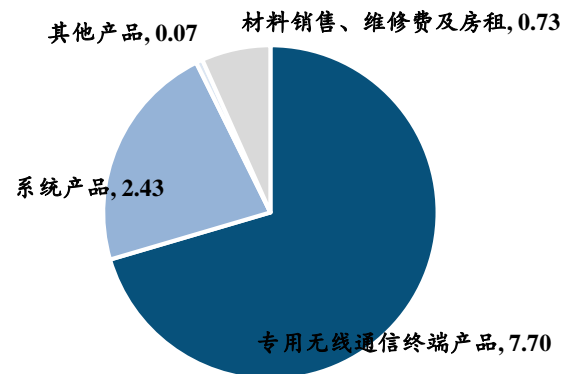
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年及 21H1 研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021H1 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所



利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2696.10	3559.12	4657.81	6112.45
营业成本	1398.73	1878.15	2457.93	3225.54
营业税金及附加	4.88	18.15	24.69	31.78
销售费用	57.59	142.36	139.73	244.50
管理费用	706.12	778.73	978.14	1222.49
财务费用	12.31	3.17	1.33	14.55
资产减值损失	-2.09	0.00	0.00	0.00
投资收益	14.02	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.13	0.09	0.10	0.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	550.50	738.85	1056.34	1374.36
其他非经营损益	0.00	0.74	0.49	0.58
利润总额	550.51	739.59	1056.83	1374.93
所得税	27.42	14.58	61.30	68.75
净利润	523.08	725.01	995.53	1306.19
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	523.08	725.01	995.53	1306.19
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	798.17	889.78	1164.45	1528.11
应收和预付款项	1609.13	936.36	1228.39	1645.57
存货	2813.22	3857.65	5023.80	6599.14
其他流动资产	828.66	118.96	133.65	149.19
长期股权投资	141.01	141.01	141.01	141.01
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	580.84	499.25	416.76	333.71
无形资产和开发支出	58.99	57.21	55.43	53.64
其他非流动资产	44.89	36.46	28.32	20.47
资产总计	6874.90	6536.66	8191.81	10470.83
短期借款	170.00	160.76	209.23	839.43
应付和预收款项	2383.01	2613.25	3374.04	3924.15
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00
其他负债	1217.74	50.42	62.87	77.96
负债合计	3870.74	2924.44	3746.14	4941.54
股本	772.00	772.00	772.00	772.00
资本公积	934.83	934.83	934.83	934.83
留存收益	1297.33	1905.39	2738.84	3822.46
归属母公司股东权益	3004.16	3612.22	4445.67	5529.29
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3004.16	3612.22	4445.67	5529.29
负债和股东权益合计	6874.90	6536.66	8191.81	10470.83
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	803.86	222.54	533.49	217.60
投资活动现金流净额	-219.52	0.30	-0.66	-1.24
筹资活动现金流净额	-292.08	-27.17	-317.95	103.02
现金流量净额	292.09	195.67	214.88	319.39

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。

宋博, SAC 执业证书号: S0640520090001, 北京航空航天大学硕士, 中航证券研究所军工分析师

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。