

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: 010-59562525

邮箱: wanght@avicsec.com

航天电子 (600879) 2021 年中报点评: “机” “弹” 收入成长迅速, 公司盈利能力创近 五年新高

行业分类: 国防军工

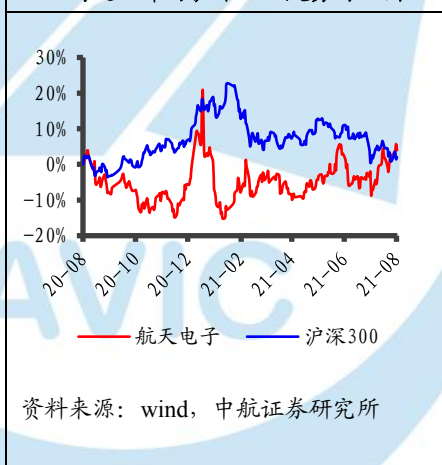
2021 年 8 月 30 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.27)	7.82
目标价格	12.60

基础数据 (2021.8.27)

上证指数	3522.16
总股本 (亿股)	27.19
流通 A 股 (亿股)	27.19
资产负债率 (2021H1)	57.71%
ROE (2021H1 摊薄)	2.50%
PE (TTM)	35.5
PB (LF)	1.63

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 8 月 27 日公告, 2021 年 H1 营收 68.54 亿元 (+22.95%), 归母净利润 3.25 亿元 (+58.20%), 扣非归母净利润 3.17 亿元 (+80.10%), 毛利率 20.15% (+2.82pcts), 净利率 4.99% (+1.09pcts)。

投资要点:

● 公司航天产品业务业绩增长稳健, 整体盈利能力创近五年新高

报告期内, 公司营业收入 (68.54 亿元, +22.95%) 实现快速增长, 相较于 2019H1 增长 5.53%, 主要系上年同期受疫情影响, 收入减少所致。公司归母净利润 (3.25 亿元, +58.20%) 与扣非归母净利润 (3.17 亿元, +80.10%) 实现高速增长, 较 2019H1 分别增长 38.66% 与 42.17%, 毛利率 (20.15%, +2.82pcts) 与净利率 (4.99%, +1.09pcts) 均创下近五年来新高, 我们认为主要原因包括疫情影响减弱, 公司成本增速低于收入增速、公司三费费率 (10.70%, -0.09pcts) 略有下降以及公司所得税费用 (0.23 亿元, -47.42%) 出现明显下降等因素。

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**。

① 航天产品方面, 不考虑公司民品业务主要主体, 全资子公司航天电子的业绩贡献, 公司其余的收入 (49.13 亿元, +16.30%) 稳定增长, 净利润 (3.08 亿元, +32.22%) 快速增长, 体现出了**报告期内公司航天产品业务业绩增长稳健, 整体盈利能力有所提升**。从公司几个重要的航天产品业务子公司业绩来看, 航天长征收入 (8.78 亿元, +12.51%) 稳定增长, 净利率 (6.65%, +1.07pcts) 有所提升, 但仍低于 2019H1 业绩水平 (收入 9.63 亿元, 净利率 10.12%); 公司从事航天专用元器件研发生产的子公司, 桂林航天收入 (2.48 亿元, +54.81%) 与杭州航天收入 (3.48 亿元, +47.33%) 均实现较高速增长, 桂林航天净利率 (25.34%, +3.10pcts) 与杭州航天净利率 (11.75%, +1.94pcts) 也均有所提升、主要系航天元器件相关市场需求旺盛, 订单充足所致。

另外, 报告期内, 公司无人装备系统业务方面的子公司中, 无人机子公司航天飞鸿与精确制导装备子公司飞腾装备的收入及盈利能力均有显著提升。其中航天飞鸿收入 (1.00 亿元, +1346.08%), 净利率 (1.99%, +5.51pcts); 飞腾装备收入 (0.60 亿元, +652.50%), 净利率 (4.91%, +4.26pcts), 主要原因可能包括无人装备系统上半年确认收入较小, 波动性较大, 但该增速仍能侧面反映出了**公司无人装备系统业务规模具有较高的成长性**。

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

② 民用产品方面，报告期内，公司民品主要业务主体，全资子公司航天电工的收入（19.41 亿元，+40.83%）实现恢复式增长，较 2019H1 增长 0.54%。主要系航天电工地处武汉，2020H1 受疫情影响较大。同时，航天电工的净利率（1.75%，+1.68pcts）大幅提升，较 2019H1 也出现了 0.64 个百分点的增长，我们认为可能系航天电工实施了一系列改革措施，同时产品结构发生一定改变所致。

综上，我们认为，2021 年，公司民品业务收入有望实现恢复性增长，而在近年来航天产业整体高景气发展的背景下，各航天装备产业下游的需求有望维持在较高水平，公司传统航天产业业绩也将维持稳定增长态势，而公司无人系统装备业务正处于迅速发展阶段，未来伴随公司无人装备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，无人装备系统有望构成公司未来航天产品中的一个重要的收入增长点和利润贡献点。

● 公司研发费用翻番，存货增长或表明在手订单充裕

费用方面，报告期内，在公司收入快速增长下，公司三费费率（10.70%，-0.09pcts）略有下降，其中，公司销售费用率（2.16%，+0.38pcts）有所增长，主要系公司 2020H1 受疫情影响，销售业务支出相应减少所致。值得注意的是，公司增加了研发投入，研发费用（2.67 亿元，+121.65%）翻番，我们认为可能是公司在研项目数量及规模存在变动所致，有助于为公司未来订单的快速增长构成保障。

现金流量方面，报告期内，公司加大了回款力度，本期销售商品收到现金 50.80 亿元，经营活动现金流量净额为-10.37 亿元，较上年同期增长 0.40 亿元。

其他财务数据方面，报告期末，公司应收账款达到 80.61 亿元，但由于公司航天产品业务收入占比较大，我们判断形成坏账风险较小；公司存货（133.76 亿元，+21.16%）继续保持增长，其中库存商品（15.21 亿元，+66.63%）较 2020H1 高速增长，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，由于公司产品基本上采取订单生产，因此我们判断公司存货未来逐步兑现至业绩的确定性较强。但是，公司两金合计占比（68.33%）较高仍是影响公司经营业绩增长的因素之一。

● 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，主要业务为航天电子、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

公司航天产品业务为航天电子产品的研发、设计、制造、销售，主要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，产品主要应用于运载火箭、飞船、卫星等航天领域。

公司航天测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航等是公司传统优势专业，始终在相关行业领域内保持国内领先水平，并保持着较高的配套比例，市场份额基本呈现稳中有升态势。报告期内，公司圆满完成了以空间站、神舟十二号载人飞船为代表的重大型号任务，提供了高质量、高可靠性的配套保障产品，继续巩固了公司在航天电子领域的市场配套地位。同时，公司继续加强科研生产的精细化管理力度，严格产品过程质量控制，上半年公司整机产品，电连接器、继电器等元器件产品交付计划全面完成，科研生产工作保持了良好发展态势。

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。

公司无人机系统具有有权机构核发的无人机研制生产资质，是全军无人机型谱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具备一定的国际知名度。报告期内，飞鸿 98 大商载无人运输系统圆满完成国家民航局批复的从陕西至宁夏航线的首次飞行任务，充分验证了飞鸿 98 无人运输系统实际运营任务执行能力；公司抓总研制的人工影响天气探测作业无人机系统取得重要进展，精细化立体探测先进技术将在人工增雨、森林防火、生态治理、应急救援、卫星定标等多领域发挥重要的应用价值；“中国航天科技集团有限公司智能无人系统总体技术研发中心”获集团公司批复并进入试运行阶段。

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装备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产品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产品有望保持在“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 and 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、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。

报告期内，公司物联网智能信息系统市场开发取得突破，物联网大数据平台等核心技术研发取得阶段性成果；国产化耐辐射视觉监控设备在中广核苏州热工研究院、中国辐射防护研究院等客户实现应用；FPGA、高速转换器为代表的高端芯片在高端医疗设备、高端测试仪器、5G 通信、车载雷达等细分领域实现新客户拓展。

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 2021H1 公司子公司物联网净利润（123.68 万元，+447.82%）的显著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，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是 35KV 及以下电力电缆的首批获得国家颁发生产许可证的企业；是参与我国 750KV 输变电工程用扩径导线研制的第一批厂家。

报告期内，公司电线电缆领域已经摆脱疫情影响，通过实施职业经理人制度等一系列改革措施，盈利

能力进一步提升。

我们认为，从公司 2021 年中报来看，公司电线电缆业务已经出现恢复性增长，基于公司在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、公司改革推进和转型升级下，公司该部分业务的收入未来有望保持稳定增长，毛利率有望得到持续改善。

● 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

2020 年，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，2021H1 公司航天产品业务业绩增长稳健，整体盈利能力创近五年新高；

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 公司精确制导产品业务在 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”期间有望将迎来高光时刻，公司相关航天电子配套业务的收入也将持续保持稳定增长；

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。

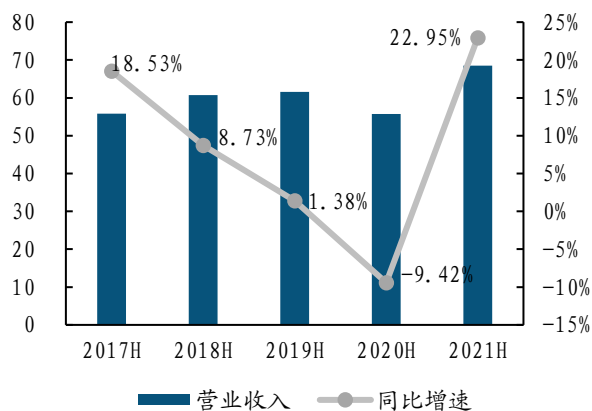
基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 158.07 亿元、175.18 亿元和 193.17 亿元，归母净利润分别为 5.60 亿元、6.39 亿元、7.66 亿元，我们给予“买入”评级，目标价格 12.60 元，对应 2021-2023 年的 PE 为 61 倍、51 倍、42 倍。

● 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。

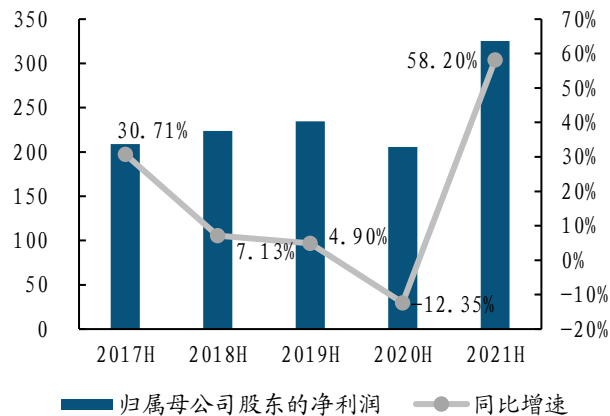
● 盈利预测：

单位: 亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	137.12	140.09	158.07	175.18	193.17
增长率 (%)	1.35	2.16	12.83	10.83	10.26
归属母公司股东净利润	4.58	4.78	5.60	6.39	7.66
增长率 (%)	0.34	4.40	17.05	14.17	19.72
每股收益 (EPS)	0.17	0.18	0.21	0.24	0.28

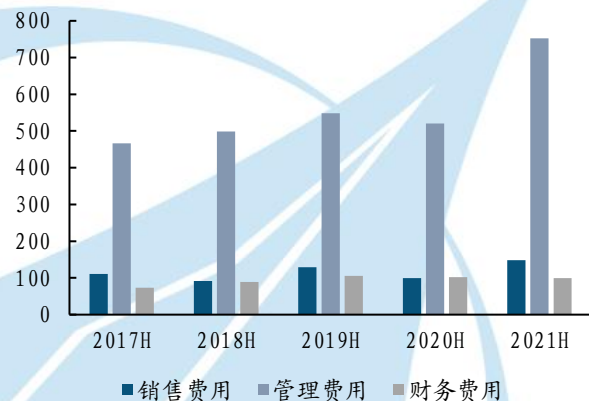
数据来源：WIND，中航证券研究所

◆ 2017-2021 年公司半年报主要财务数据
图 1：公司半年报营业收入及增速（单位：亿元；%）


资料来源：WIND，中航证券研究所

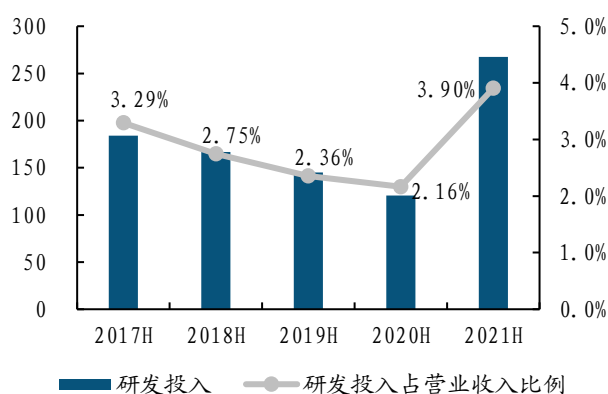
图 2：公司半年报归母净利润及增速（单位：百万元；%）


资料来源：WIND，中航证券研究所

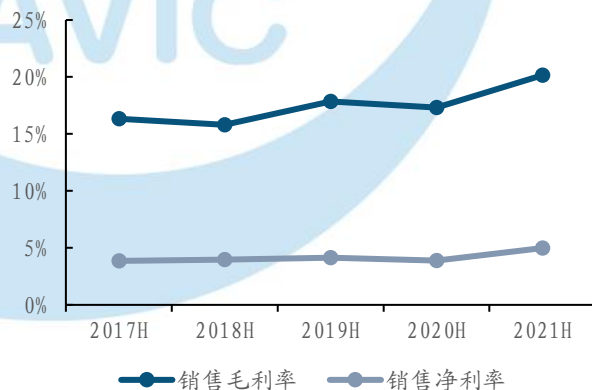
图 3：公司半年报三费情况（单位：百万元）


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：公司半年报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：公司半年报毛利率净利率变化情况（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	15806.57	17518.37	19316.61
减：营业成本	11348.40	12833.98	14193.17	15606.20
营业税金及附加	41.14	50.58	59.56	67.61
销售费用	240.95	330.36	374.89	421.10
管理费用	1556.70	1798.79	1958.55	2132.55
财务费用	193.22	107.25	105.22	107.32
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	685.82	827.20	982.50
加：其他非经营损益	7.13	7.67	7.92	7.61
利润总额	641.99	693.49	835.12	990.11
减：所得税	112.37	77.25	129.44	146.54
净利润	529.62	616.24	705.68	843.57
减：少数股东损益	51.17	56.20	66.26	78.07
归属母公司股东净利润	478.46	560.04	639.41	765.50
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3072.06	2845.18	3153.31	3476.99
应收和预付款项	9409.12	10280.42	11445.55	12612.62
存货	11453.70	12682.36	14130.27	15501.40
其他流动资产	1499.53	45.43	49.79	55.10
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	4712.43	4370.83	3979.18
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	31314.63	33870.00	36315.73
短期借款	2843.00	2566.68	2787.08	2835.37
应付和预收款项	7891.40	9466.78	10143.36	11356.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	7114.45	5158.63	6111.33	6452.36
负债合计	17848.85	17192.08	19041.78	20643.93
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	5578.58	6217.99	6983.49
归属母公司股东权益	12673.76	13383.96	14023.38	14788.88
少数股东权益	682.38	738.58	804.84	882.91
股东权益合计	13356.14	14122.54	14828.22	15671.79
负债和股东权益合计	31204.99	31314.63	33870.00	36315.73
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	480.75	529.95	716.59	895.59
投资活动现金流净额	-453.22	-502.30	-502.44	-501.46
筹资活动现金流净额	236.63	-254.53	93.98	-70.45
现金流量净额	263.36	-226.88	308.12	323.68

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。