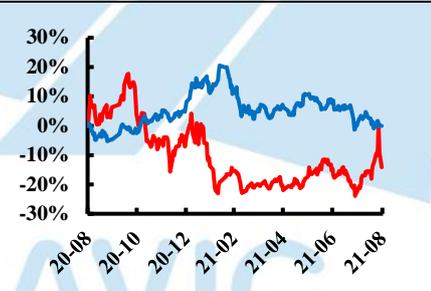


雷达业务增长, 轨交业务下滑

中航证券研究所
 分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 梁晨
 证券执业证书号: S0640519080001
 分析师: 刘琛
 证券执业证书号: S0640520050001
 电话: 010-59562516
 邮箱: liangc@avicsec.com

行业分类: 军工

2021 年 8 月 30 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.30)	15.04 元
目标价格	19.35 元
基础数据 (2021.8.30)	
上证指数	3528.15
总市值 (亿元)	186.78
总股本 (亿股)	12.42
流通 A 股 (亿股)	6.61
资产负债率 (2021H1)	49.48%
ROE (摊薄) (2021H1)	4.10%
PE (TTM)	39.55
PB (LF)	4.29
近一年公司与沪深 300 走势对比图	
	
资料来源: wind, 中航证券研究所	

➤ **事件:** 公司 8 月 28 日公告, 2021H1 营收 16.45 亿元 (-3.69%), 归母净利润 1.79 亿元 (+3.36%), 毛利率 23.13% (+3.46pcts), 净利率 10.89% (+0.74pcts)。

➤ **投资要点:**

● **“A 股市场雷达技术最为先进、产品品类最为齐全的上市公司”:** 公司背靠十四所及国睿子集团, 2020 年完成重大资产重组, 在原有业务基础上增加了防务雷达和工业软件业务, 公司雷达产品覆盖预警探测、火控制导、精密测量、空管监视和气象探测等领域。

● **防务雷达毛利率提高, 中报业绩同比维持:** 2021H1 公司收入同比小幅下降 3.69%, 归母净利润增长 3.36%, 公司收入略有下滑, 但交付产品毛利较高, 公司毛利率 (23.13%) 同比提升了 3.46pcts。具体业务来看:

1. **雷达装备及相关系统:** 2021H1 实现收入 9.95 亿元 (-0.81%), 虽然收入规模有所下滑, 但凭借高毛利产品交付, 净利润 (1.68 亿元, +27.90%), 实现了稳步增长。防务雷达领域, 成功落实多项军贸市场任务, 为公司发展带来稳定增量, 业务主体子公司国睿防务 2021H1 实现收入 8.20 亿元 (+12.93%), 实现净利润 1.76 亿元 (+85.52%)。

2. **智慧轨交:** 2021H1 实现收入 5.14 亿元 (+4.69%), 净利润 (130.85 万元, -95.52%)。业务板块净利润下滑主要是公司参与投资的南昌中铁穗城轨道交通建设运营有限公司因政府补贴收入尚未到位, 2021 年上半年出现阶段性亏损 (净利润-0.90 亿元), 报告期内公司成功中标多个项目, 巩固了传统优势市场的同时, 在智慧轨交新市场开拓也取得重要进展。业务主体子公司南京恩瑞特 2021H1 实现收入 5.57 亿元 (+36.09%), 实现净利润 0.11 亿元 (+196.52%), 轨交业务稳定增长, 子公司收入利润贡献增加。

3. **工业软件及智能制造:** 板块业务全部由子公司国睿信维贡献, 2021H1 实现收入 1.35 亿元 (+53.63%), 实现净利润 945.95 万元 (+17.46%), 公司工业软件“REACH 睿知”持续巩固传统优势行业市场, 大力拓展地铁、军修厂等新领域, 营业收入、新签合同实现良好增长; 自主 PLM 产品首次进入船舶行业, MBSE、透明工厂等自主产品进入航空、核工业等行业; 公司成功中标在某新一代飞机协同研制平台二期工程。

● **费用率小幅增加, 持续加大研发投入:** 公司三费率 (4.36%) 同比小幅增长 0.61pcts, 其中管理费用 (0.51 亿元, +13.45%) 同比增长, 主要系人工费用、咨询费、修理费等较去年有所增长; 销售费用 (0.26 亿元, +1.53%) 基本持平; 财务费用 (-0.06 亿元) 同比变化不大。公司研发费用 (0.61 亿元, +19.72%) 提升, 进一步加大研发投入:

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

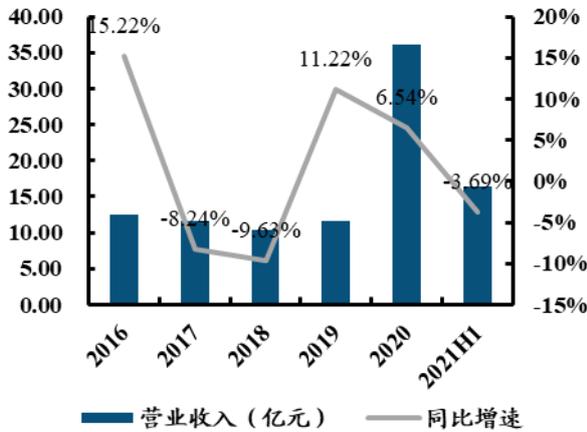
1. **雷达装备及相关系统方面**，公司持续开展高精尖雷达研制，产品技术水平和竞争优势不断提升；与福建省气象局合作研制的国内首套 S 波段相控阵双偏振天气雷达顺利进入外场联试阶段；完成了雄安新区“未来站”智能观测系统的研制任务等。
 2. **工业软件及数字化解决方案方面**，公司上半年新取得工业软件领域技术发明专利 3 项；完成了“REACH 睿知”自主工业软件的统一界面规范发布、3D 可视化国产化技术适配及安装部署适配等研发工作；推进自主工业软件的替换及国产化适配验证，形成多个标杆性工程项目。持续推进智慧轨交安全自主信号系统产品迭代升级，积极推进无人驾驶 CBTC、互联互通、兼容云平台的列车自动监督系统、多网融合的智慧调度系统、智能运维系统等一系列技术研发工作。
- **军品采购增加，关注下半年交付情况**：公司应付账款（31.75 亿元，+54.74%）增长，主要系防务雷达采购外协应付款增加导致，原材料存货（4.56 亿元，+73.68%）也快速提升。此外公司与十四所的合同负债（3.39 亿元，+41.15%）明显增加，一定程度表明公司军品业务需求强劲，正在备货生产，随着公司下半年产品交付、确认收入，业绩有望得到释放。
 - **业绩承诺给予公司盈利支撑**：2020 年公司完成对国睿防务（2021H1 净利润 1.76 亿元，+85.52%）及国睿信维（2021H1 净利润 0.09 亿元，+17.46%）的并表，2021-2022 年两家子公司业绩承诺合计净利润为 4.46 亿元、5.13 亿元，有望持续增厚公司盈利。
- **投资建议**：①公司背靠中电科 14 所以及国睿子集团，技术实力雄厚；②成功完成 14 所优质防务雷达资产重组，成为 A 股市场雷达技术最为先进、产品品类最为齐全的上市公司，盈利规模和质量上新台阶；③科技创新成果显著，有望给公司业绩增长持续提供新动能。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 47.39 亿元、54.64 亿元和 62.54 亿元，归母净利润分别为 5.95 亿元、7.01 亿元和 8.01 亿元，EPS 分别为 0.48 元、0.57 元和 0.65 元。我们给予“买入”评级，目标价 19.35 元，对应 2021-2023 年预测 EPS 的 40 倍、34 倍及 30 倍 PE。
 - **风险提示**：海外疫情影响雷达交付、订单不及预期、业绩承诺无法兑现等风险。
 - **盈利预测**：

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1160.32	3605.53	4739.39	5463.63	6254.36
增长率 (%)	11.22%	6.54%	31.45%	15.28%	14.47%
归属母公司股东净利润	41.60	466.47	594.65	700.72	801.34
增长率 (%)	10.05%	13.72%	27.48%	17.84%	14.36%
销售毛利率	17.86%	24.83%	24.09%	24.22%	23.86%
每股收益 (EPS)	0.07	0.38	0.48	0.56	0.65

数据来源: WIND, 中航证券研究所

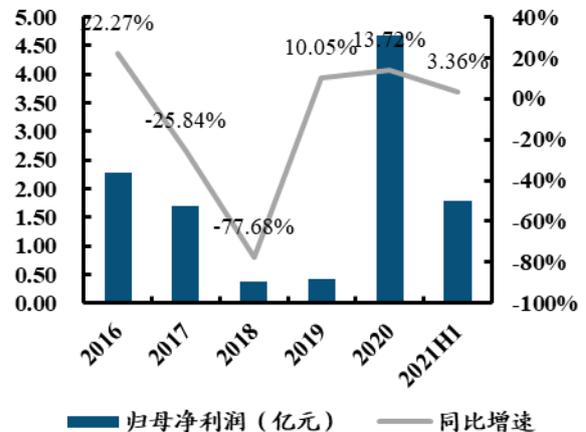
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年及 21H1 营业收入及增速情况



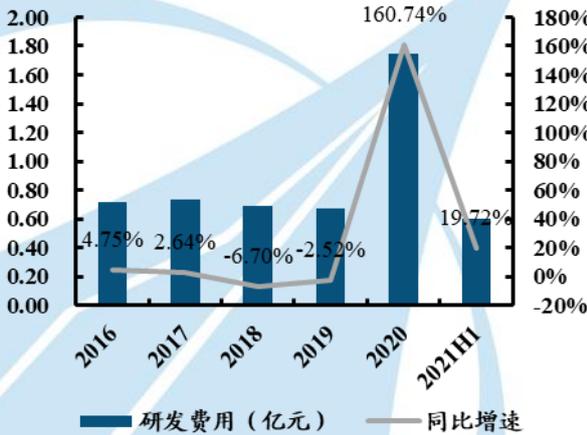
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年及 21H1 归母净利润及增速情况



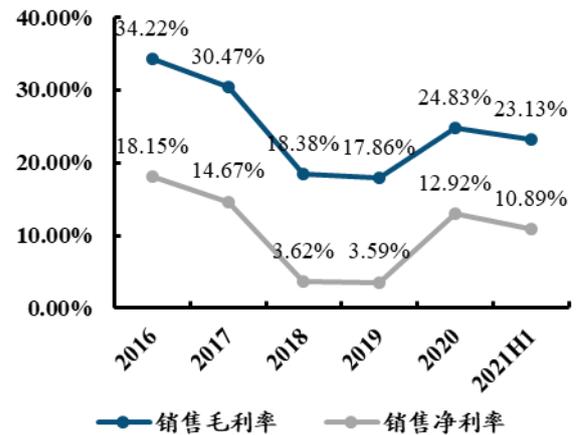
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况



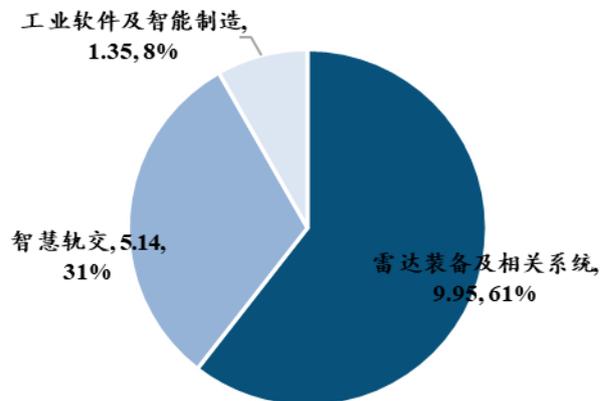
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 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 4: 公司 2021H1 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

报表预测 (百万元)						
	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						
营业收入	1043.30	1160.32	3605.53	4739.39	5463.63	6254.36
减: 营业成本	851.53	953.04	2710.13	3597.60	4140.13	4761.90
营业税金及附加	4.24	4.09	11.26	14.80	17.06	19.53
营业费用	26.92	31.27	59.59	78.33	90.30	103.37
管理费用	58.92	59.91	98.40	129.35	149.12	170.70
财务费用	-0.02	-3.43	-8.13	-9.24	-12.72	-16.39
资产减值损失	-4.01	-0.85	-1.31	-1.31	-1.31	-1.31
营业利润	40.26	44.57	578.16	731.24	862.56	987.16
加: 其他非经营损益	-0.15	-0.27	-0.57	7.69	7.69	7.69
利润总额	40.11	44.30	577.59	738.93	870.26	994.85
减: 所得税	2.31	2.70	111.77	142.49	167.90	192.01
净利润	37.80	41.60	465.82	596.44	702.35	802.84
减: 少数股东损益	0.00	0.00	-0.65	-0.83	-0.98	-1.12
归属母公司股东净利润	37.80	41.60	466.47	594.65	700.72	801.34
资产负债表						
货币资金	778.67	591.40	1070.83	1619.01	2066.69	2668.31
应收和预付款项	823.56	904.11	3150.54	4095.70	4710.06	5181.06
存货	998.83	1009.39	2086.04	2190.34	2299.86	2414.85
其他流动资产	56.67	56.18	348.32	374.15	428.98	461.87
长期股权投资	0.00	154.05	513.51	513.51	513.51	513.51
投资性房地产	0.34	0.34	268.91	268.91	268.91	268.91
固定资产和在建工程	123.57	136.05	217.25	218.56	219.87	221.18
无形资产和开发支出	29.56	30.60	33.26	33.26	33.26	33.26
其他非流动资产	54.24	59.38	84.83	87.59	95.87	105.45
资产总计	2865.43	2941.50	7773.49	9401.03	10636.99	11868.41
短期借款	0.00	50.07	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1005.70	1005.97	2653.44	3179.41	3652.78	4015.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	84.43	78.32	798.13	836.62	919.10	1009.84
负债合计	1090.13	1134.35	3451.57	4016.03	4571.89	5025.54
股本	622.35	622.35	1241.86	1241.86	1241.86	1241.86
资本公积	351.65	351.65	1804.70	1804.70	1804.70	1804.70
留存收益	801.30	833.15	1268.14	1846.13	2527.22	3306.11
归属母公司股东权益	1775.30	1807.15	4314.70	4892.69	5573.78	6352.67
少数股东权益	0.00	0.00	7.22	6.38	5.40	4.27
股东权益合计	1775.30	1807.15	4321.92	4899.08	5579.18	6356.94
负债和股东权益合计	2865.43	2941.50	7773.49	8915.10	10151.06	11382.48
现金流量表						
经营性现金净流量	138.64	-29.48	383.99	631.84	456.92	610.89
投资性现金净流量	-43.99	-184.05	-493.08	-76.41	-2.51	-3.38
筹资性现金净流量	-65.90	63.04	441.89	-7.25	-6.73	-5.88
现金流量净额	29.25	-150.47	332.82	548.18	447.68	601.63

数据来源: WIND, 中航证券研究所

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。
梁晨, SAC 执业证书号: S0640519080001, 北京科技大学材料硕士, 中航证券金融研究所军工行业分析师。
刘琛, SAC 执业证书号: S0640520050001, 中航证券分析师, 北京航空航天大学新媒体学士, 2018 年加入中航证券研究所, 从事军工、通信行业研究。

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替行使独立判断。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。