

## 北方导航 (600435) 2021 年中报点评: 制导控制核心技术为主导, 通信等军品 多点发力, 利润创新高

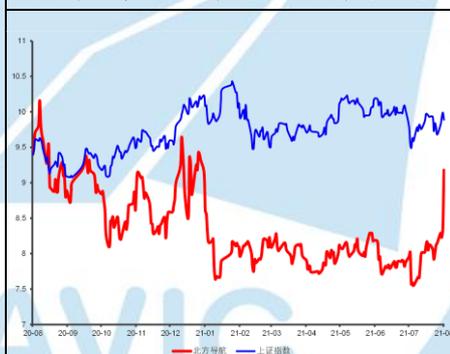
行业分类: 国防军工

2021 年 9 月 2 日

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 公司投资评级          | 买入      |
| 当前股价(2021.9.01) | 9.21 元  |
| 目标价格            | 13.00 元 |

| 基础数据 (2021.09.01) |          |
|-------------------|----------|
| 上证指数              | 3,567.10 |
| 总股本 (亿股)          | 14.89    |
| 流通 A 股 (亿股)       | 14.89    |
| 资产负债率 (2021H1)    | 45.21%   |
| ROE (2021H1)      | 3.67%    |
| PE (TTM)          | 85.04    |
| PB (LF)           | 6.05     |

上市以来公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 8 月 25 日披露 2021 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 15.34 亿元 (+118.12%), 归母净利润 8227.54 万元 (同比实现扭亏为盈), 基本每股收益 0.06 元, 毛利率 23.80% (-2.06pcts), 净利率 7.03% (+7.12pcts)。

➤ **投资要点:**

● **军民两用收入大幅增长, 归母净利润创近年新高**

报告期内公司实现营业收入 15.34 亿元 (+118.12%), 归母净利润 8227.54 万元 (同比实现扭亏为盈), 业绩增长主要受益于军民两用产品收入增长, 以及去年同期受疫情影响公司生产进度及产品交货时点相应滞后, 导致业绩受损。公司各项费用绝对值提高 (1.62 亿元, +24.98%), 销售费用 (0.44 亿元, +35.03%) 和管理费用 (1.21 亿元, +27.42%) 均大幅提升, 其中研发费用 (6856.46 万元, +35.70%) 增长较高, 主要系公司大力增强研发投入, 以科研项目为牵引, 着力构建技术创新体系, 突破关键核心技术, 强化与高等院校、科研院所的深入交流合作。但是费用率大幅降低, 销售费用率 (2.90%, -1.78pcts)、管理费用率 (7.90%, -5.63pcts) 和研发费用率 (4.47%, -2.72pcts) 各项费用率降低, 体现公司经营效率提升明显。

报告期内公司存货 9.62 亿元, 比期初增加 57.15%, 其中原材料 3.28 亿元 (比期初+50.15%), 在产品 6.08 亿元 (比期初+91.30%), 库存商品 2.02 亿元 (比期初+42.80%), 我们认为公司存货各项的增多, 体现公司正积极备货, 表明在手业务订单较多。同时, 公司本期存货周转率为 1.48 次提高 (2020 年年报为 4.01 次), 表明公司存货流动性增强。

同时我们注意到, 2021 上半年报告期内, 公司关联交易金额为 16.78 亿元, 公司预计 2021 年日常关联交易金额为 30 亿元 (全部为军品业务), 比 2020 年预计日常关联交易金额不超过 17 亿元 (全部为军品业务) 大幅提高约 76.47%。

智能制造能力持续升级, 推进制造智能化、管理信息化建设, 推进企业数字化转型升级。公司以建设“基于数据驱动的智能工厂”为目标, 建设适应公司发展的智能化、柔性化生产线和信息化系统。各产线运行成效显著, 可视化、自动化、标准化、信息化水平大幅提升, 持续提升精密机械制造能力和总装总调能力。同时开展人机协同工程建设研究, 发挥智能化柔性生产线技术创新平台作用, 推进管理信息化建设。

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

● **制导控制核心技术为主导，通信等军品多点发力**

公司是以军品二三四级配套为主的制造型企业，报告期，公司主营业务收入 15.16 亿元 (+119.07%)，其中军品合同收入 14.57 亿元，主要业务军民两用产品业务以“导航控制和弹药信息化技术”为主，涵盖制导控制、导航控制、探测控制、环境控制、稳定控制、电台及卫星通信、电连接器等产品和技術，公司军品以导航控制、弹药信息化系统、短波电台和卫星通信系统、军用电连接器等领域的整机、核心部件为主要产品。民品合同收入 58.74 万元，民品以改装专用车、可移动货柜为支柱产品。

公司主要控股、参股子公司四家：哈尔滨建成（持股比例 100%）、衡阳北方光电（90.69%）、中兵通信（48.44%）、中兵航联（43.06%）。中兵通信（公司持股 48.44%）主要产品为军用、军民两用通信及电子设备生产和销售，主要产品超短波通信设备和卫星通信设备广泛应用于陆、海、空等军事领域，在军用超短波地空通信领域国内市占率达 60%。中兵通信报告期内实现收入 2.04 亿元 (+116.83%)，净利润 2135.20 万元 (+90.85%)，毛利率 37.84% (-14.88pcts)，当期合同签订及营业收入额均为历史同期新高；中兵航联（公司持股 43.06%）主要从事军品业务，主要产品为电连接器、线束等连接系统，报告期被新认定江苏省“专精特新”小巨人企业，实现收入 1.86 亿元 (+36.81%)，净利润 2409.54 万元 (+40.16%)，毛利率 51.53% (-2.11pcts)。中兵航联跟踪服务占市场，保持平稳增长的发展态势，主要经营指标实现“双过半”；哈尔滨建成北方专用车（公司持股 100%）实现营业收入 7062.71 万元 (+130.97%)，净利润-797.70 万元（比上年亏损 1576.73 万元相比，亏损收窄），积极减亏，开拓市场，寻求新的风电塔架订货及军品配套任务。

图表：公司主要控股/参股子公司

| 子公司        | 持股比例   | 收购时间                       | 主要产品                             | 2021H1 营业收入 (万元)    | 2021H1 净利润 (万元)   |
|------------|--------|----------------------------|----------------------------------|---------------------|-------------------|
| 哈尔滨建成北方专用车 | 100%   | 2014 年                     | 压力容器研发、制造及销售                     | 7062.71 (+130.97%)  | -797.70 (+49.41%) |
| 中兵通信       | 48.44% | 2009.11<br>2017 年新<br>三板挂牌 | 超短波通信电台以及卫星通信设备生产制造和销售           | 20363.44 (+116.83%) | 2135.20 (+90.85%) |
| 中兵航联       | 43.06% | 2010<br>2017 年新<br>三板挂牌    | 电连接器、微动开关电缆、屏蔽玻璃、通风波导等生产制造和销售    | 18561.59 (+36.81%)  | 2409.54 (+40.16%) |
| 衡阳北方光电     | 90.69% | 2006 年增<br>资重组             | 电子控制箱及检测系统的生产制造及销售、石油在线仪器生产制造和销售 | 7195.99 (+71.02%)   | 1051.76 (+42.33%) |

资料来源：WIND、中航证券研究所

● **公司实施股票激励提升员工积极性，共同关注公司长远发展**

公司已实施 2020 年股票期权激励计划，向 108 位激励对象（占公司全部在册员工 2373 人的 4.55%）授予 2959.22 万份股票，约占公司股本的 1.99%，行权价格 8.59 元/股。此次计划将进一步提升员工凝聚力和团队稳定性，促进公司建立、健全激励约束机制，充分调动公司董事及高层管理人员、核心骨干人员的积极性、责任感和使命感，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，共同关注公司的长远发展。

➤ **投资建议**

我们认为，1) 国防部新闻发言人今年 6 月披露，上半年全军弹药消耗大幅增加，高难课目训练比重持续加大。我们认为，随着军队全面加强练兵备战加大实战化演习的背景下，弹药作为现代军队不可或缺的消耗性装备，是名副其实的军队“消耗品”，其需求量有望在“十四五”期间保持持续稳定增长，公司制导产品作为制导导弹中价值量较高的部分，有望带动公司业绩持续增长；

2) 随着“十四五”我国国防信息化建设启动,军队国防信息化建设有望快速增长,预计我国军用通信装备的采购数量将迅速增长,军用通信、卫星通信将迎来快速发展机遇,利好公司市场布局,有望受益于行业提速;

3) 公司以建设“基于数据驱动的智能工厂”为目标,建设适应公司发展的智能化、柔性化生产线和信息化系统。各产线运行成效显著,可视化、自动化、标准化、信息化水平大幅提升,规模效应较强,同陆军装备部提出的对装备“要坚持质量至上、效益优先,坚持以高质量为前提的低成本、以低成本为导向的高质量”,较为契合,当前受陆装《陆军装备部关于加快推动陆军装备高质量高效益高速度低成本发展的倡议书》影响有限。

基于以上观点,我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 41.08 亿元、56.51 亿元和 79.06 亿元,归母净利润分别为 1.80 亿元、2.31 亿元和 3.13 亿元, EPS 分别为 0.12 元、0.15 元、0.21 元。我们给予“买入”评级,目标价 13.00 元,对应 2021-2023 年预测收益的 108 倍、87 倍及 62 倍 PE。

- 风险提示: 军品交付不及预期、民品市场拓展持续性不及预期、军工客户采购需求存在波动性
- 盈利预测:

| 单位:百万元     | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 2293.11 | 3005.94 | 4107.62 | 5651.26 | 7905.55 |
| 增长率 (%)    | 14.71%  | 31.09%  | 36.65%  | 37.58%  | 39.89%  |
| 归属母公司股东净利润 | 44.60   | 62.50   | 179.72  | 230.63  | 312.94  |
| 增长率 (%)    | -9.96%  | 40.14%  | 187.56% | 28.32%  | 35.69%  |
| 每股收益 (EPS) | 0.03    | 0.04    | 0.12    | 0.15    | 0.21    |

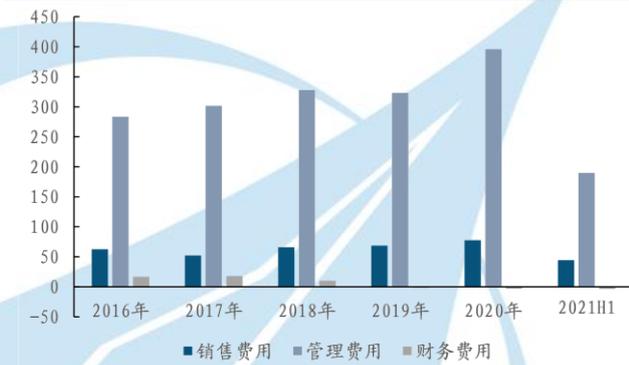
数据来源: WIND, 中航证券研究所

**◆ 2016-2021年上半年公司年报主要财务数据**
**图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 百万元; %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

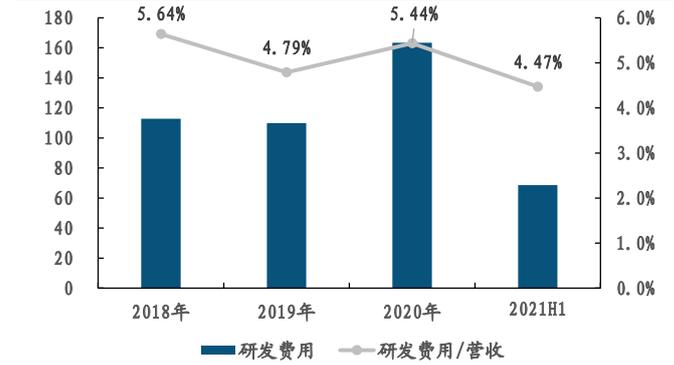
**图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图 3: 公司年报费用情况 (单位: 百万元)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中包含研发费用

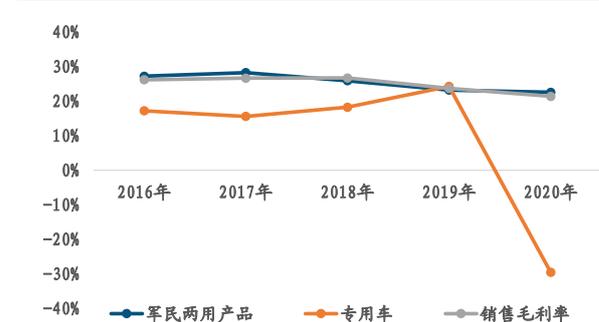
**图 4: 公司年报研发投入及其占营收比例情况 (单位: 百万元; %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图 5: 公司近年各主营业务收入情况 (单位: 百万元)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

注: 公司 2021 年中报未分别披露军民两用车和专用车两项业务数据

**图 6: 公司近年主要业务毛利率情况 (单位: %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**◆ 盈利预测**

| 利润表 ( 百万元 )          |               |               |               |               | 资产负债表 ( 百万元 )    |                |                |                |                |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                      | 2020A         | 2021E         | 2022E         | 2023E         |                  | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| 营业收入                 | 3005.94       | 3717.15       | 4836.75       | 6492.37       | 货币资金             | 1240.19        | 1312.69        | 1674.04        | 2396.57        |
| 营业成本                 | 2363.00       | 2639.17       | 3361.54       | 4492.72       | 应收和预付款项          | 2008.44        | 2761.42        | 3519.47        | 4665.53        |
| 营业税金及附加              | 15.72         | 19.45         | 25.30         | 33.96         | 存货               | 612.18         | 823.47         | 1027.24        | 1382.54        |
| 销售费用                 | 77.81         | 96.65         | 130.59        | 181.79        | 其他流动资产           | 28.91          | 4.86           | 6.63           | 8.77           |
| 管理费用                 | 396.32        | 446.06        | 628.78        | 844.01        | 长期股权投资           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 财务费用                 | -3.36         | 0.37          | 0.48          | 6.49          | 投资性房地产           | 14.36          | 14.45          | 14.46          | 14.44          |
| 资产减值损失               | -40.67        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 固定资产和在建工程        | 937.25         | 780.01         | 619.70         | 458.17         |
| 投资收益                 | 0.23          | 23.00         | 9.58          | 14.60         | 无形资产和开发支出        | 328.56         | 315.25         | 301.93         | 288.61         |
| 公允价值变动损益             | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 其他非流动资产          | 96.12          | 98.80          | 100.93         | 102.19         |
| 其他经营损益               | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>资产总计</b>      | <b>5266.01</b> | <b>6110.94</b> | <b>7264.40</b> | <b>9316.81</b> |
| <b>营业利润</b>          | <b>170.11</b> | <b>538.45</b> | <b>699.63</b> | <b>948.00</b> | 短期借款             | 147.00         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益              | 39.78         | 11.90         | 20.78         | 19.15         | 应付和预收款项          | 2000.54        | 2570.24        | 3063.54        | 4229.31        |
| <b>利润总额</b>          | <b>209.89</b> | <b>550.35</b> | <b>720.41</b> | <b>967.15</b> | 长期借款             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税                  | 24.99         | 64.17         | 82.18         | 111.94        | 其他负债             | 149.12         | 97.32          | 119.25         | 150.69         |
| 净利润                  | 184.90        | 486.18        | 638.23        | 855.21        | <b>负债合计</b>      | <b>2296.66</b> | <b>2667.56</b> | <b>3182.79</b> | <b>4380.00</b> |
| 少数股东损益               | 122.40        | 310.63        | 410.40        | 551.45        | 股本               | 1489.32        | 1489.32        | 1489.32        | 1489.32        |
| 归属母公司股东净利润           | 62.50         | 175.55        | 227.83        | 303.76        | 资本公积             | 104.16         | 104.16         | 104.16         | 104.16         |
| <b>现金流量表 ( 百万元 )</b> | <b>2020A</b>  | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  | <b>2023E</b>  | 留存收益             | 614.09         | 789.65         | 1017.48        | 1321.24        |
| 经营活动现金流净额            | 339.59        | 225.62        | 360.27        | 725.24        | 归属母公司股东权益        | 2219.73        | 2383.13        | 2610.96        | 2914.72        |
| 投资活动现金流净额            | -206.16       | 14.29         | 0.56          | 5.78          | 少数股东权益           | 749.62         | 1060.25        | 1470.64        | 2022.09        |
| 筹资活动现金流净额            | -68.49        | -167.41       | 0.52          | -8.49         | <b>股东权益合计</b>    | <b>2969.35</b> | <b>3443.38</b> | <b>4081.61</b> | <b>4936.81</b> |
| 现金流量净额               | 64.92         | 72.51         | 361.35        | 722.53        | <b>负债和股东权益合计</b> | <b>5266.01</b> | <b>6110.94</b> | <b>7264.40</b> | <b>9316.81</b> |

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。

王菁菁, SAC 执业证书号: S0640518090001, 英国萨里大学理学硕士, 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。