

电子蓝军高景气，实战实训需求旺盛

航天发展(000547)

评级:	买入	股票代码:	000547
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	31.86/14.35
目标价格:		总市值(亿)	264.29
最新收盘价:	16.48	自由流通市值(亿)	203.03
		自由流通股数(百万)	1,231.99

事件概述:

公司发布2021年第三季度报告，前三季度实现营业收入32.07亿元，同比增长11.44%；归母净利润4.51亿元，同比增长7.79%；单三季度实现营业收入9.85亿元，同比增长4.13%；归母净利润1.36亿元，同比增长28.72%。

分析判断:

公司三季度末应收账款35亿元，同比增长25%，由于军品年底集中确认的特点，应收账款实际坏账率较低，其增速可反映整体业务收入的增速。公司员工从去年底的2500人增长至3000人，管理费用等增长较快。这也体现了公司订单趋势向好，发展前景乐观。公司研发费用达2.6亿元，占收入的比例达8%，处于较高水平。投资收益3695万元，同比增长1473.43%，其中，对联营企业和和营企业的投资收益为1584万元，而联营企业锐安科技在中报时尚有较多亏损，预计锐安科技全年将完成业绩承诺。

公司计提了大额坏账准备以及资产减值损失，这也导致了中报和季报的利润下滑。从历史情况看，公司四季度业绩占全年的一半左右，预计全年实现净利润10亿元左右，当前估值较低，具备较好的投资性价比。此外，季报持仓显示，子公司南京长峰管理层持股平台南京康海有限合伙增持73万股。

公司是国内电子蓝军领域稀缺标的，相当于提供了军事训练对抗的“综合题库”。公司在内场可模拟出各类装备所需要的各类环境，在外场可为各军工集团、海空军和火箭军提供有效测试。目前，各军兵种训练基地和基层单位的训练需求快速增长，公司空靶、靶船、靶车、靶弹等蓝军装备产量有较大增长，并拓展了综合电子试验舰等新品。军用通信业务调整经营机制完成骨干持股后，已由配套为主逐步转向总包，从以陆军为主向其他各军兵种拓展，经营业绩明显好转。

目前航天科工集团持股比例偏低（仅21%），大股东还拥有电磁仿真、军民用测控等优质资产，公司作为航天科工唯一电磁类上市平台，外延扩张空间较大。

投资建议:

公司是我国电子蓝军领域龙头企业，核心业务是以数字蓝军和蓝军装备为主的产业集群。伴随全军实战化训练的展开，我军专业化蓝军部队越来越成为锤炼部队战斗力的重要必需品，各型武器型号的增多及实战化训练等要求提高的背景下，公司业务需求快速释放，业绩也将快速增长。考虑到公司业绩低于预期，我们下调公司21-23年营收56.74/72.39/89.22亿元的预测至54.76/68.47/85.10亿元，下调21-23年EPS 0.72/0.94/1.18的预测至0.64/0.82/1.07元，对应2021年11月2日16.48元/股收盘价，PE分

别为 25.65/20.04/15.42 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：

公司电子蓝军业务订单不及预期；通信与指挥系统业务与电子蓝军业务协同发展缓慢；网络空间安全业务发展不及预期；微系统业务发展不及预期；公司项目建设周期存在加长风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,039	4,436	5,476	6,847	8,510
YoY (%)	14.9%	9.8%	23.4%	25.0%	24.3%
归母净利润(百万元)	675	808	1,030	1,319	1,713
YoY (%)	50.6%	19.6%	27.6%	28.0%	29.9%
毛利率 (%)	36.7%	37.6%	38.7%	39.1%	39.4%
每股收益 (元)	0.42	0.50	0.64	0.82	1.07
ROE	8.6%	9.6%	10.9%	12.2%	13.7%
市盈率	39.14	32.71	25.65	20.04	15.42

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520110001

联系电话：010-59775364

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,436	5,476	6,847	8,510	净利润	873	1,108	1,418	1,842
YoY(%)	9.8%	23.4%	25.0%	24.3%	折旧和摊销	155	95	119	149
营业成本	2,768	3,355	4,172	5,157	营运资金变动	-784	-536	-509	-809
营业税金及附加	16	16	21	26	经营活动现金流	195	622	960	1,097
销售费用	105	164	205	230	资本开支	-64	20	-110	-110
管理费用	296	411	514	613	投资	73	0	0	0
财务费用	10	-44	-68	-93	投资活动现金流	41	75	-42	-25
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	514	0	0	0
投资收益	101	55	68	85	债务募资	1,142	-421	0	0
营业利润	958	1,218	1,558	2,025	筹资活动现金流	195	-431	0	0
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	431	267	918	1,072
利润总额	956	1,218	1,558	2,025	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	83	110	140	182	成长能力				
净利润	873	1,108	1,418	1,842	营业收入增长率	9.8%	23.4%	25.0%	24.3%
归属于母公司净利润	808	1,030	1,319	1,713	净利润增长率	19.6%	27.6%	28.0%	29.9%
YoY(%)	19.6%	27.6%	28.0%	29.9%	盈利能力				
每股收益	0.50	0.64	0.82	1.07	毛利率	37.6%	38.7%	39.1%	39.4%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	19.7%	20.2%	20.7%	21.6%
货币资金	1,994	2,261	3,179	4,250	总资产收益率 ROA	6.5%	7.9%	8.8%	9.7%
预付款项	277	335	501	722	净资产收益率 ROE	9.6%	10.9%	12.2%	13.7%
存货	1,205	1,103	1,200	1,484	偿债能力				
其他流动资产	3,543	4,059	4,847	5,860	流动比率	2.31	3.04	3.14	3.24
流动资产合计	7,018	7,758	9,726	12,316	速动比率	1.81	2.44	2.55	2.61
长期股权投资	1,178	1,178	1,178	1,178	现金比率	0.66	0.89	1.03	1.12
固定资产	678	642	584	498	资产负债率	24.9%	19.9%	20.9%	21.9%
无形资产	493	543	593	643	经营效率				
非流动资产合计	5,417	5,311	5,313	5,287	总资产周转率	0.36	0.42	0.46	0.48
资产合计	12,435	13,069	15,039	17,603	每股指标 (元)				
短期借款	421	0	0	0	每股收益	0.50	0.64	0.82	1.07
应付账款及票据	1,677	1,976	2,401	2,967	每股净资产	5.26	5.90	6.73	7.81
其他流动负债	937	576	692	834	每股经营现金流	0.12	0.39	0.60	0.68
流动负债合计	3,035	2,552	3,093	3,801	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	55	55	55	55	PE	32.71	25.65	20.04	15.42
非流动负债合计	55	55	55	55	PB	5.23	2.79	2.45	2.11
负债合计	3,091	2,607	3,149	3,857					
股本	365	365	365	365					
少数股东权益	915	993	1,092	1,221					
股东权益合计	9,345	10,462	11,891	13,746					
负债和股东权益合计	12,435	13,069	15,039	17,603					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。