

航天电子（600879）调研快报

无人机业务快速发展， 关注科研院所改制

2015年1月7日

投资要点

- ❖ **短期业绩稳健增长，长期成长动力充沛。**公司电子产品面向航天产业，包括测控通信、集成电路、惯性导航、机电组件等4大类型，长期受益于国家航天产业的发展。公司前3季度实现营业收入24.4亿元（+4.42%），实现归属于母公司净利润8945万元（-2.7%），按照结算进度，一般四季度结算规模较大，预计收入和净利润仍能保持15%-20%的平稳增长。航天产业涉及国家战略安全，有望获得国家持续大力支持，未来5-10年将维持稳健发展。“十二五”期间我国将继续实施载人航天、月球探测、高分辨率对地观测系统、卫星导航定位系统、新一代运载火箭等航天重大科技工程，作为中国航天电子产业的领导者，预计公司将从国家的一系列航天投入中充分受益。
- ❖ **公司产品涉足高精尖领域，无人机呈现高成长态势。**公司目前产品涉足激光雷达、北斗导航等测控通信领域，无人机等系统级产品，激光惯导、水下声纳制导等高精尖领域。随着信息化作战和精确打击逐步成为未来战争的主要形式，公司上述领域相关产品未来空间较大，需求有望较快增长。无人机产品作为公司两个系统级产品之一获得重点发展，“彩虹”系列无人机获得军方的高度认可，随着军方无人机采购的快速增长，预计无人机业务将实现快速增长，2014年收入超3亿元。
- ❖ **公司为航天九院唯一上市平台，未来资产注入值得期待。**我们预计随军工科研院所分类标准下发至军工企业，在分类方案最终确定后，配套改制相关政策将有望出台，之后主要经营性研究所将进入改制转企阶段。公司大股东航天九院下属的北京兴华、陕西航天导航、山西苍松、北京时代光电等企业资产，以及改制后的13、16、771、772等研究所资产有可能会在未来注入上市公司。根据我们测算，上述资产如果能够全部注入，则2015年公司备考盈利预测有望达到0.46元。
- ❖ **风险因素。**航天产业发展低于预期；资产注入规模及进度低于预期等。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**维持公司2014/15/16年EPS 0.26/0.29/0.33元的盈利预测，当前价16.18元，对应2014/15/16年PE分别为63/57/49倍。如果考虑航天九院资产整体注入，则测算预计公司2014/15/16年备考EPS为0.40、0.46和0.53元，对应2014/15/16年PE分别为40/35/30倍。考虑到未来1-2年研究所改制推进后集团资本运作可能加速以及无人机业务的发展，维持公司“增持”评级。

项目/年度	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,509	3,714	4,106	4,722	5,384	6,137
增长率YoY%	18.48	5.85	10.57	15.00	14.00	14.00
净利润(百万元)	168	205	230	266	297	341
增长率YoY%	3.80	21.89	12.17	15.71	11.52	14.64
毛利率%	24.60	25.23	23.81	24.40	24.80	24.90
每股收益EPS(元)	0.16	0.20	0.22	0.26	0.29	0.33
每股净资产BPS(元)	3.14	3.32	4.77	4.93	5.22	5.54
P/E	100	82	73	63	57	49
P/B	5.1	4.9	3.4	3.3	3.1	2.9

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为2015年1月6日收盘价



增持（维持）

中信证券研究部

高嵩

电话：010-60838822

邮件：gs@citics.com

执业证书编号：S1010512020002

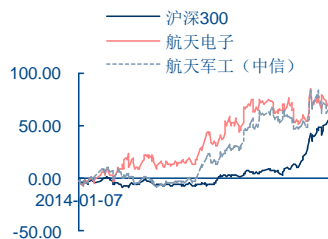
周栎伟

电话：021-20262133

邮件：zhouliwei@citics.com

执业证书编号：S1010513020001

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

1. 航天电子2014年三季报点评：业绩平稳，等待科研院所政策落地
..... 2014-10-30
2. 航天电子2014年中报点评：业绩平稳，关注科研院所改制
..... 2014-8-22
3. 一张图看懂军工行业：航天电子
..... 2014-6-20
4. 航天电子2013年年报点评：业绩增长平稳，关注后续资产注入
..... 2014-2-24

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,714	4,106	4,722	5,384	6,137	货币资金	330	250	944	1,077	1,227
营业成本	2,777	3,129	3,570	4,048	4,609	存货	3,527	3,966	4,641	5,182	5,911
毛利率	25%	24%	24%	25%	25%	应收账款	659	747	792	942	1,073
营业税金及附加	4	2	4	5	5	其他流动资产	568	659	747	844	968
营业费用	541	546	664	752	845	流动资产	5,083	5,621	7,125	8,045	9,180
营业费用率	15%	13%	14%	14%	14%	固定资产	1,576	1,735	1,919	2,122	2,393
管理费用	541	546	664	752	845	长期股权投资	18	17	17	17	17
管理费用率	15%	13%	14%	14%	14%	无形资产	343	401	406	411	416
财务费用	103	74	58	111	146	其他长期资产	646	811	811	911	911
财务费用率	3%	2%	1%	2%	2%	非流动资产	2,582	2,963	3,152	3,460	3,736
投资收益	16	1	-14	-16	-18	资产总计	7,666	8,585	10,277	11,505	12,916
营业利润	221	265	296	323	378	短期借款	1,635	179	1,548	2,116	2,834
营业利润率	6%	6%	6%	6%	6%	应付账款	923	988	1,074	1,280	1,433
营业外收入	40	22	45	50	50	其他流动负债	929	1,723	1,779	1,925	2,109
营业外支出	2	4	5	5	5	流动负债	3,486	2,889	4,401	5,321	6,375
利润总额	258	283	336	368	423	长期借款	300	300	300	300	300
所得税	49	42	64	65	72	其他长期负债	260	265	271	275	281
所得税率	19%	15%	19%	18%	17%	非流动性负债	560	565	571	575	581
少数股东损益	4	11	5	6	10	负债合计	4,047	3,454	4,972	5,896	6,956
归属于母公司股东的净利润	205	230	266	297	341	股本	811	1,040	1,040	1,040	1,040
净利率	6%	6%	6%	6%	6%	资本公积	784	1,904	1,904	1,904	1,904
						股东权益合计	3,619	5,130	5,306	5,609	5,960
						少数股东权益	164	175	181	187	197
						负债股东权益总计	7,666	8,585	10,277	11,505	12,916

现金流量表					
(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	258	283	336	368	423
所得税支出	-49	-42	-64	-65	-72
折旧和摊销	129	132	128	152	184
营运资金变动	-476	-447	-675	-446	-654
其他	93	83	80	137	171
经营现金流	-44	10	-195	146	51
资本支出	-338	-444	-317	-460	-460
投资收益	2	1	-14	-16	-18
资产变卖	1	1	0	0	0
其他	161	8	0	0	0
投资现金流	-174	-434	-331	-476	-478
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	305	-857	1,369	568	718
股息支出	0	0	-97	0	0
其他	-32	1,202	-53	-107	-140
融资现金流	273	346	1,220	461	577
现金及现金等价物净增加额	55	-78	694	132	151

主要财务指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	6%	11%	15%	14%	14%
营业利润	35%	20%	11%	9%	17%
净利润	22%	12%	16%	12%	15%
利润率 (%)					
毛利率	25%	24%	24%	25%	25%
EBIT Margin	10%	9%	8%	9%	9%
EBITDA Margin	13%	12%	11%	12%	12%
净利率	6%	6%	6%	6%	6%
回报率 (%)					
净资产收益率	6%	5%	5%	5%	6%
总资产收益率	3%	3%	3%	3%	3%
其他 (%)					
资产负债率	53%	40%	48%	51%	54%
所得税率	19%	15%	19%	18%	17%
股利支付率	0%	40%	0%	0%	40%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。