

强烈推荐-A (上调)

航天电子 600879.SH

当前股价: 14.62 元

2016 年 02 月 21 日

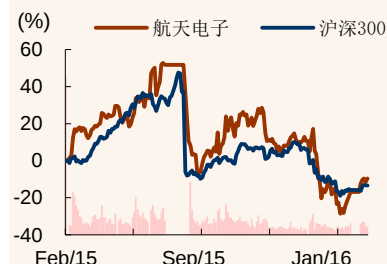
业绩持续增长, 系统级产品逐步提升

基础数据

上证综指	2860
总股本 (万股)	103954
已上市流通股 (万股)	103954
总市值 (亿元)	152
流通市值 (亿元)	152
每股净资产 (MRQ)	5.3
ROE (TTM)	4.8
资产负债率	46.9%
主要股东	中国航天时代电子公司
主要股东持股比例	20.87%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-40	-10
相对表现	12	-19	4



资料来源: 贝格数据、招商证券

王超

010-57601716

wangchao18@cmschina.com.cn

S1090514080007

事件:

公司发布 2015 年年度报告, 期内实现营业收入 56.09 亿元, 同比增长 14.43%; 归属母公司净利润 2.65 亿元, 同比增长 7.68%, EPS 为 0.26 元, 拟每 10 股派 1 元。

评论:

1、航天产品带动业绩增长, 毛利率略有下降

期内航天产品、民用产品分别实现营业收入 51.41 亿元、4.36 亿元, 同比分别增长 16.07%、4.95%, 毛利率分别为 20.01%、25.41%, 相比 2014 年变化分别为 -1.68% 和 +7.31%。

受益于我国航天产业保持高速发展和国防信息化建设加速, 期内公司航天产品业务保持较高增长速度, 由于公司保持较高研发投入、新产品完成研制刚投放市场和市场竞争激烈, 航天电子业务毛利出现一定下滑, 公司净利润增速低于营业收入增速。但我们认为, 公司航天电子技术实力出众, 多个重大专项取得突破, 同时随着新产品市场开拓速度加快, 公司未来业绩有望保持 15%~20% 的高速增长。期内公司销售费、管理费用、财务费用同比分别 +0.49%、+3.55% 和 +6.65%。

2、系统级产品占比提升, 无人机和智能炸弹为公司打开业绩上升通道

公司 2007 年开始培育系统级业务, 目前正逐步由设备配套单位向型号总体单位转型, 并取得重大进展。公司是航天科技集团小型集成化飞行控制系统唯一总体单位, 凭借在无人机信息系统方面的技术实力, 先后开发出多款中小型专业无人机投放市场。随着无人机市场开拓速度不断加快, 公司先后中标警用无人机系统采购项目和海洋环境监测项目, 实现警用市场领域和国内海洋应用领域的市场突破, 并获得超近程通用无人机型号的研制资格。我国目前无人机市场规模在 30 亿元左右但保持着高速增长态势, 未来我国无人机行业有望达到每年百亿级别的市场空间。另外, 公司凭借在惯导、北斗导航等航天电子领域的技术优势, 开发出多款不同重量级别的智能炸弹, 在型号数量上位居国内企事业单位前列并已成功实现外销。未来我国北斗全球组网完成后, 国内外智能炸弹市场有望迎来市场爆发, 预计每年采购量总体规模在也在百亿级别。

3、拟注入航天九院优质资产, 资产证券化率进一步提高

报告期内, 公司发布重大资产重组方案, 拟以 16.57 元/股发行 1.82 亿股收购大股东旗下惯导、电缆等资产, 并募集配套资金不超过 29.5 亿元, 用于智能防务装备系统和新型测控通信及宇航电子元器件研究建设, 补充流动资金。本次定增完成后, 公司将注入大股东旗下惯导领域核心资产, 公司惯导领域的产品线和生产能力大幅提高, 有助于未来加速释放盈利, 驱动公司主业迅速发展。

本次定增完成后航天科技九院下属企业类资产基本注入上市公司，但优质院所类资产尚有巨大改制注入运作空间。公司是航天科技集团资本运作的先锋，随着我国科研院所改制配套政策的推进，有望尽快实现大股东资产整体上市。

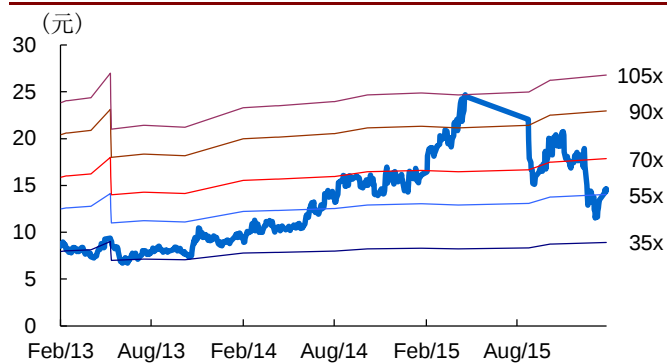
4、业绩预测

我们认为无人机和智能炸弹业务存在巨大市场空间，公司凭借技术实力和产品结构能够在市场中占据有利地位，有望为公司未来业绩腾飞插上翅膀。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.34、0.44、0.55 元，对应 PE 为 43、33、27 倍，上调至“强烈推荐”评级。

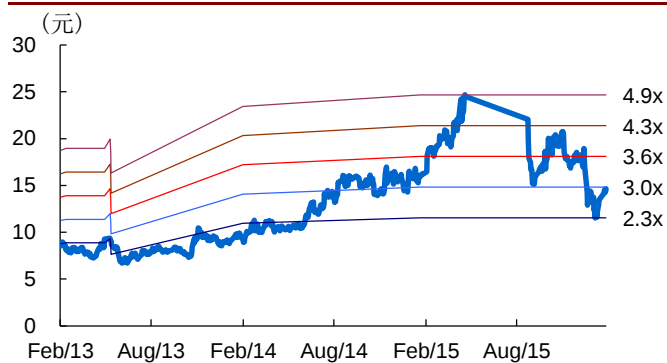
风险提示：研发投入及产品周期致使毛利率继续下滑的风险

图 1：航天电子历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：航天电子历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6729	7465	8578	10040	11919
现金	300	528	621	612	726
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	254	206	244	291	346
应收款项	1397	2162	2312	2750	3278
其它应收款	74	89	105	125	149
存货	4135	3905	4613	5455	6463
其他	569	577	683	807	956
非流动资产	3091	3225	3122	3028	2941
长期股权投资	13	10	10	10	10
固定资产	1756	1696	1638	1583	1533
无形资产	403	430	387	348	313
其他	919	1090	1088	1086	1085
资产总计	9821	10690	11701	13068	14860
流动负债	3898	4474	5203	6185	7496
短期借款	970	592	518	703	1060
应付账款	1583	1782	2109	2494	2955
预收账款	681	543	791	935	1108
其他	665	1557	1785	2053	2374
长期负债	544	535	535	535	535
长期借款	300	300	300	300	300
其他	244	235	235	235	235
负债合计	4442	5009	5738	6720	8032
股本	1040	1040	1040	1040	1040
资本公积金	1904	1904	1904	1904	1904
留存收益	2273	2554	2806	3155	3589
少数股东权益	163	184	213	250	296
归属于母公司所有者权益	5216	5497	5750	6098	6533
负债及权益合计	9821	10690	11701	13068	14860

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	123	70	373	18	15
净利润	246	265	356	455	571
折旧摊销	155	149	157	148	140
财务费用	92	97	47	50	66
投资收益	2	3	3	3	3
营运资金变动	(380)	(462)	(220)	(680)	(818)
其它	7	19	31	42	53
投资活动现金流	(272)	(256)	(53)	(53)	(53)
资本支出	(276)	(268)	(53)	(53)	(53)
其他投资	4	12	0	0	0
筹资活动现金流	199	414	(227)	25	152
借款变动	312	522	(74)	185	357
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(104)	(107)	(137)
其他	(113)	(108)	(49)	(52)	(68)
现金净增加额	50	228	93	(9)	114

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4902	5609	6665	7930	9453
营业成本	3849	4452	5270	6232	7383
营业税金及附加	5	7	8	9	11
营业费用	72	73	100	119	142
管理费用	601	622	767	912	1087
财务费用	91	97	47	50	66
资产减值损失	17	28	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
营业利润	264	328	452	585	741
营业外收入	39	31	31	31	31
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	300	357	481	615	771
所得税	42	71	96	122	153
净利润	258	286	385	492	617
少数股东损益	12	21	29	37	46
归属于母公司净利润	246	265	356	455	571
EPS (元)	0.24	0.26	0.34	0.44	0.55

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	19%	14%	19%	19%	19%
营业利润	-0%	24%	38%	30%	27%
净利润	7%	8%	34%	28%	25%
获利能力					
毛利率	21.5%	20.6%	20.9%	21.4%	21.9%
净利率	5.0%	4.7%	5.3%	5.7%	6.0%
ROE	4.7%	4.8%	6.2%	7.5%	8.7%
ROIC	4.6%	5.2%	5.9%	6.9%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	45.2%	46.9%	49.0%	51.4%	54.0%
净负债比率	12.9%	8.3%	7.0%	7.7%	9.2%
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
应收帐款周转率	4.6	3.2	3.0	3.1	3.1
应付帐款周转率	3.0	2.6	2.7	2.7	2.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.24	0.26	0.34	0.44	0.55
每股经营现金	0.12	0.07	0.36	0.02	0.01
每股净资产	5.02	5.29	5.53	5.87	6.28
每股股利	0.00	0.10	0.10	0.13	0.16
估值比率					
PE	61.7	57.3	42.7	33.4	26.6
PB	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	55.0	49.0	40.3	33.7	27.9

分析师承诺

负责本研究报告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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014 年 7 月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。