

增持 首次

航天电子 (600879)

2015 年 1 月 29 日

业绩稳定增长, 长期关注科研院所改制机遇

2015 年 1 月 28 日收盘价: 15.79 元
6 个月目标价: 18 元

军工行业核心分析师: 徐志国
SAC 执业证书编号: S0850514060004
xzg9608@htsec.com
010-58067931

机械行业首席分析师: 龙华
SAC 执业证书编号: S0850511020001
longh@htsec.com
021-23219411

机械行业高级分析师: 熊哲颖
SAC 执业证书编号: S0850513010001
xzy5559@htsec.com
021-23219407

联系人: 赵晨
zc9848@htsec.com
010-58067988

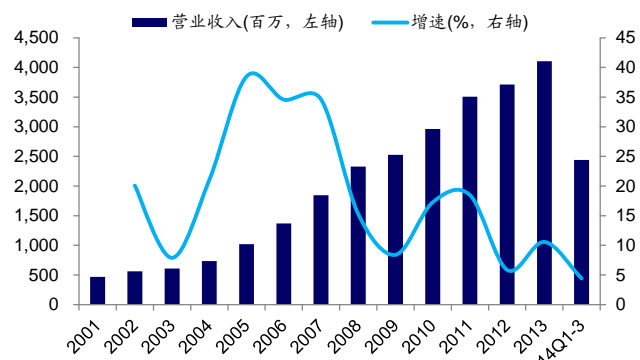
前三季度业绩符合预期, 预计全年业绩将稳定增长。公司 2014 年前三季度实现营业收入 24.42 亿元 (YoY 4.42%), 扣非后归母净利润 8945 万元 (YoY -2.70%)。公司以航天军用产品业务为主, 包括测控通信、机电组件、集成电路与惯性导航四大业务, 约占公司收入的 90%。公司业务具有显著的季节性交付特点, 2011-13 年四季度单季收入分别占全年营收的 39%, 36%和 43%。我们认为 14 年前三季度业绩小幅向下波动属正常情况, 随四季度产品集中交付结算, 预计公司全年业绩将继续保持稳定增长。按国家十二五“百箭百星”规划, 2011-2015 年共将进行 100 次火箭发射, 按此规划 2015 年将为发射大年, 受此带动公司 2015 业绩有望迎来快速增长。

无人机和智能炸弹有望逐步打开市场, 将成为公司新的业绩增长点。2013 年公司无人机系统多项技术实现突破, 并且凭借其先进的技术优势, 市场开拓能力显著增强。13 年公司成功中标警用无人机系统采购项目和海洋环境检测项目, 并与新疆维吾尔自治区签订了多个型号的无人机系统合同, 使公司的无人机系统产品在警用市场、海洋应用和反恐领域取得巨大突破。同时, 公司小型集成化飞行控制系统 (智能炸弹) 是航天科技集团唯一总体单位, 并且已经同多个客户进行商务洽谈并获得部分合同意向。我们预计 2014 年公司无人机系统及智能炸弹业务将开始为公司贡献收入, 成为新的业绩增长点。

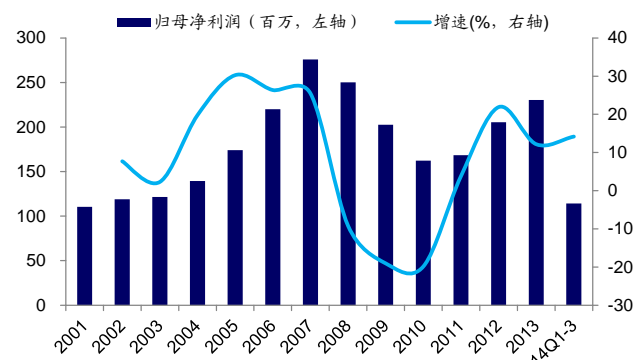
短期尚观察不到改革迹象, 长期关注科研院所改制机遇。航天九院是航天科技集团第四大经济体和最大的专业院。2012 年九院总收入达 135 亿元, 净利润 7.5 亿元, 为同期上市公司净利润的 3 倍以上。九院制定了打造国内一流航天电子产业集群, 成为世界一流的航天电子产品及其系统集成一体化解决方案供应商的目标, 力争在 2022 年实现总收入超 600 亿元。航天九院在 2009 年完成专业化重组, 整合了航天时代电子公司和航天十院等相关企业和院所。截止 2014 年, 九院下属除上市公司体外, 尚有 771 所、13 所、16 所 (7171 厂) 等研究所和 7107、210、230 厂等资产, 其中 771 所已完成改制并成为骊山微电子公司, 13 所/230 厂正积极推进企业改制, 16 所为所厂合一单位。我们短期内尚观察不到改革迹象, 长期看随科研院所改制提速, 公司未来有望成为航天九院整体上市平台, 建议关注相关投资机遇。

盈利预测与投资建议。公司业绩有望保持稳定增长, 且控股股东资产证券化空间大, 在改革背景下研究所改制进入上市公司的预期强烈。我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.25、0.29、0.33 元。目前航天系下属 A 股上市公司 2015 年平均 PE 估值约为 79 倍, 我们认为公司 2015 年合理 PE 估值应在 60-65 倍之间, 取中值给予公司六个月目标价 18 元, 对应 2015 年约 62 倍 PE, 首次给予“增持”评级。

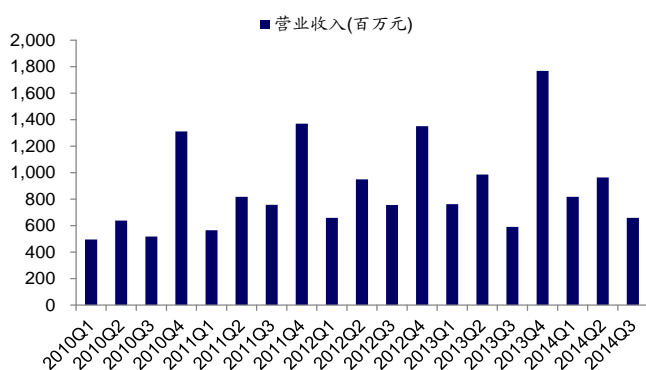
风险提示。军品订单的大幅波动。改革进度低于预期。

图1 公司 2001-2014Q3 营业收入及增速


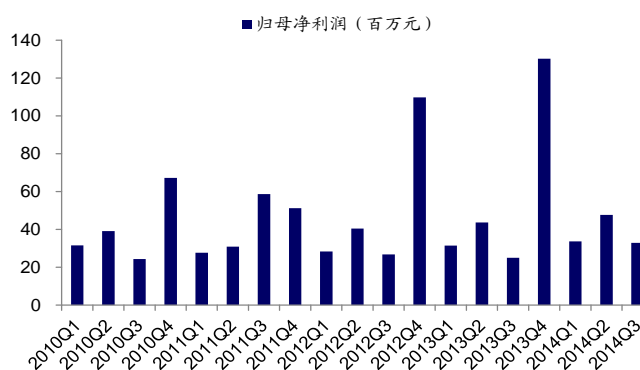
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 公司 2001-2014Q3 归母净利润及增速


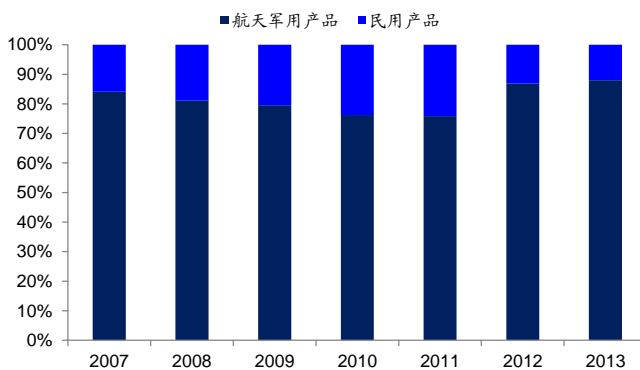
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 公司 2010-14Q3 单季营收：季节交付特征明显


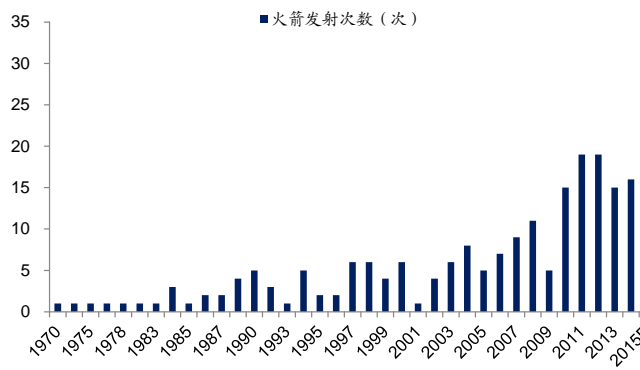
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 公司 2010-14Q3 单季归母净利润：季节交付特征明显


资料来源：Wind，海通证券研究所

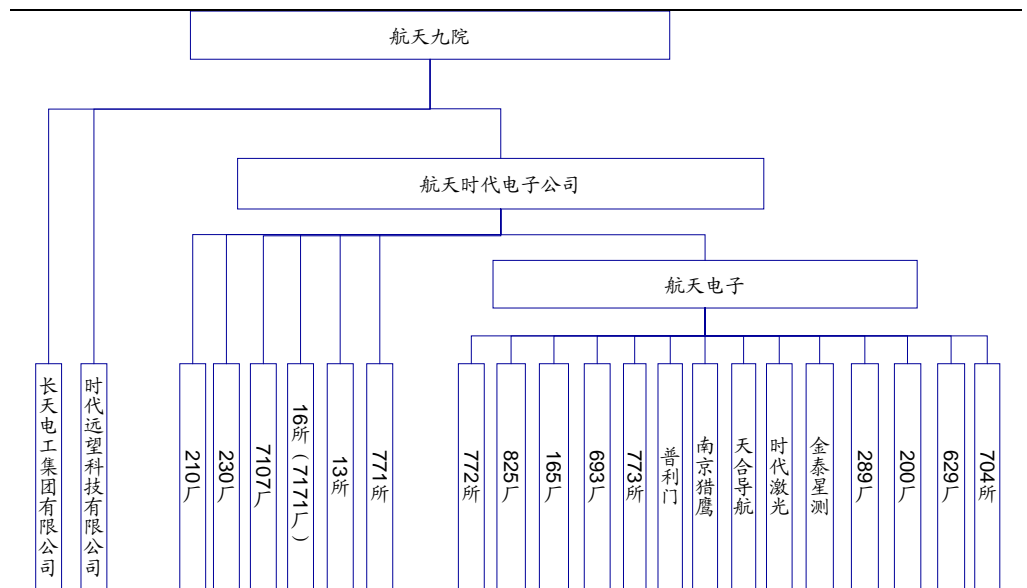
图5 公司营业收入构成


资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 中国历年火箭发射次数


资料来源：中国长城工业集团网站，海通证券研究所

图 7 航天九院组织架构



资料来源：公司 2013 年报，航天九院官网，海通证券研究所

表 1 航天系上市公司估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价（元）	PE（2015E）
航天动力	600343.SH	燃气表、特种泵、液力变矩器	19.39	160.65
航天机电	600151.SH	汽车零部件、光伏、新材料	10.44	24.90
闽福发 A	000547.SZ	发电设备、通信、电子信息安防	17.90	64.41
乐凯胶片	600135.SH	相纸、胶卷、电影胶片	12.97	77.53
四维图新	002405.SZ	导航设备、移动通信	23.50	82.11
航天晨光	600501.SH	汽车改装、管类产品	14.54	47.24
航天电器	002025.SZ	继电器与电连接器	20.70	26.98
航天科技	000901.SZ	航天飞行器、汽车电子	32.15	139.90
中国卫星	600118.SH	小卫星	30.54	87.18
平均				78.99

资料来源：Wind，海通证券研究所

备注：按 2015 年 1 月 28 日收盘价计算

表 2 航天电子盈利预测

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					每股指标				
ROE	4%	5%	5%	6%	EPS	0.22	0.25	0.29	0.33
毛利率	24%	24%	24%	24%	BVPS	4.77	4.97	5.20	5.47
期间费率	17%	17%	16%	16%	估值				
销售净利率	6%	6%	6%	6%	P/E	71.27	62.90	54.00	47.51
成长能力					P/B	3.31	3.18	3.04	2.89
收入增长率	11%	13%	11%	9%	P/S	4.00	3.53	3.17	2.90
利润增长率	12%	13%	16%	14%					
营运能力					利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.48	0.54	0.60	0.64	营业收入	4106	4648	5170	5660
应收账款周转率	4.17	4.17	4.17	4.17	营业成本	3129	3554	3953	4328
存货周转率	0.79	0.79	0.79	0.80	营业税金及附加	2	3	3	3
偿债能力					销售费用	83	91	98	105
资产负债率	40%	37%	35%	34%	管理费用	546	604	662	713
流动比	1.95	2.08	2.34	2.58	财务费用	74	77	85	88
速动比	0.57	0.37	0.32	0.34	其他费用/（-收入）	(8)	(8)	(8)	(8)
					营业利润	265	311	361	415
资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E	营业外净收支	18	18	18	18
现金及现金等价物	250	(608)	(967)	(1050)	利润总额	283	329	378	433
应收款项	985	1115	1240	1358	所得税费用	42	55	60	71
存货净额	3966	4509	4986	5423	净利润	241	274	319	362
其他流动资产	420	469	507	504	少数股东损益	11	13	15	17
流动资产合计	5621	5485	5766	6234	归属于母公司净利润	230	261	304	345
固定资产	1735	1757	1656	1563					
在建工程	780	860	810	710	现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
无形资产及其他	401	401	361	325	经营活动现金流	10	(23)	18	26
长期股权投资	17	17	17	17	净利润	241	274	319	362
资产总计	8585	8551	8640	8879	少数股东权益	11	13	15	17
短期借款	179	179	179	179	折旧摊销	132	158	157	146
应付款项	1201	1169	1084	1068	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	637	624	637	651	营运资金变动	(374)	(467)	(472)	(498)
其他流动负债	873	662	566	515	投资活动现金流	(434)	(102)	151	193
流动负债合计	2889	2634	2466	2413	资本支出	(394)	(102)	151	193
长期借款及应付债券	300	300	300	300	长期投资	1	0	0	0
其他长期负债	265	265	265	265	其他	(42)	0	0	0
长期负债合计	565	565	565	565	筹资活动现金流	(434)	(52)	(61)	(69)
负债合计	3454	3199	3031	2978	债务融资	(1457)	0	0	0
股本	1040	1040	1040	1040	权益融资	1353	0	0	0
股东权益	5130	5351	5609	5901	其它	(330)	(52)	(61)	(69)
负债和股东权益总计	8585	8551	8640	8879	现金净增加额	(858)	(177)	108	150

资料来源：公司 2013 年报，海通证券研究所

备注：相关指标以 2015 年 1 月 28 日收盘价计算。

信息披露

分析师声明

龙 华：机械行业首席分析师
徐志国：军工行业核心分析师
熊哲颖：机械行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

中航飞机（000768.SZ）、中国重工（601989.SH）、中航动力（600893.SH）、航天动力（600343.SH）、中航重机（600765.SH）、成发科技（600391.SH）、钢研高纳（300034.SZ）、中航机电（002013.SZ）、闽福发 A（000547.SZ）、抚顺特钢（600399.SH）、伊立浦（002260.SZ）

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。