CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

四创电子 600990.SH

当前股价：47.44 元
2019 年 05 月 13 日

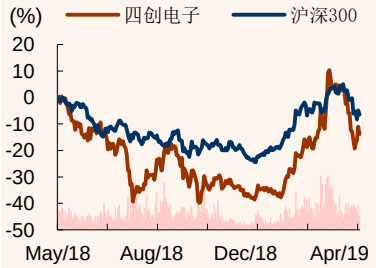
一季度平稳增长，资产整合空间值得期待

基础数据

上证综指	2904
总股本（万股）	15918
已上市流通股（万股）	13670
总市值（亿元）	76
流通市值（亿元）	65
每股净资产（MRQ）	14.7
ROE（TTM）	11.1
资产负债率	65.8%
主要股东	中国电子科技集团公
主要股东持股比例	45.67%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18	29	-15
相对表现	-10	16	-10



资料来源：贝格数据、招商证券

1、《四创电子（600990）—雷达业务快速增长，未来资产整合空间可期》2019-03-31

2、《四创电子（600990）—拟成立中电博微子集团，资本运作平台地位明确》2017-11-10

3、《四创电子（600990）—并表影响半年业绩，全年表现仍可期！》2017-08-28

王超
010-57601716
wangchao18@cmschina.com.cn
S1090514080007

岑晓翔
cenxiaoxiang@cmschina.com.cn
S1090518090007

研究助理
钱佳兴
qianjiaxing@cmschina.com.cn

事件：

公司发布 2019 年第一季度报告，期内实现收入 2.99 亿，同比增长 2.12%，归母净利润-5776 万元，同比小幅增加 116.9 万元。

评论：

1、一季度平稳增长，资产负债表预示增长可期。

一季度公司收入保持平稳增长，与上年同期基本持平，但毛利率较提升明显，较上年同期增长 4.72 个百分点至 17.63%。但是本期公司几项费用也有增加，其中发生销售费用 3158 万元，同比增长 5.38%；管理费用 5968 万元，同比增长 23.57%；财务费用 1427.3，同比增长 28.84%；研发费用 870 万元，同比增长 34.17%，主要系子公司博微长安加大粮食安全产业科研投入所致。本期公司发生的各项费用较多，对利润释放产生一定影响。从资产负债表看，本期末公司其他流动资产余额 6187 万元，较期初增加 452.59%，主要系本报告期采购增加使得增值税进项可抵扣税额增加，同时公司期末存货余额 1.5 亿，较期初增加 22.35%，较上年同期增加 18.24%。我们认为上述指标反应了公司采购生产计划稳步增长，预计在后续季度中会逐步体现，而随着公司收入规模的不断增长，整体费用率也有望改善。

2、三大主业稳步向好，雷达业务有望快速增长。

公司主要从事公司主要从事军民融合雷达产业、智慧产业、能源产业。公司在气象雷达领域深耕多年，拥有较强的技术基础，产品在气象局和军方市场占据领先地位。而在空管雷达领域，公司军用空管雷达目前引领着国内技术和市场，在空军和海军市场同时取得突破，成为国内军用航空雷达主力供货商。另外在智慧城市、智慧农业领域，公司均占据一定优势的市场份额，而在机动保障领域公司行业主导地位更加明显。而在能源领域，公司的军工配套供电系统市场份额稳固。预计随着民航空管雷达招标重启，警戒雷达受益于强军目标稳步发展，公司各项业务都将保持良好的经营态势，公司业绩有望保持长期的稳定增长。

3、中电博微子集团唯一上市平台，未来资产整合空间可期。

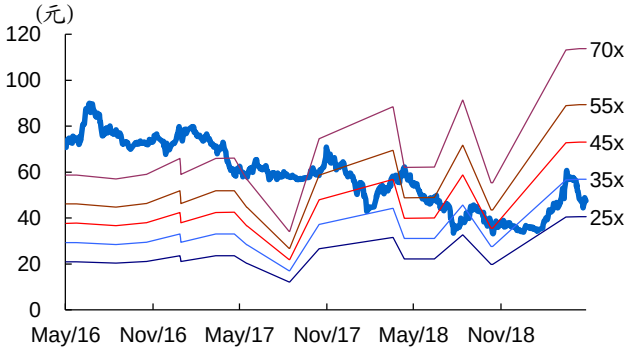
公司控股股东中国电科 38 所是我国一流的军民用雷达研制生产基地。18 年 9 月，以中国电科 8 所、16 所、38 所和 43 所为基础组建的中电博微子集团完成工商注册登记，子集团内部资源整合有望加速。四创电子是集团下属唯一上市平台，38 所仍有博微田村电气、博微广成信息科技、博微信息发展以及本部军用雷达等众多优质资产未注入，公司未来资产整合空间较大。5 月 6 日，据中证网讯，中国证券报记者从国睿科技了解到，公司重大资产重组项目已经取得财政部关于本次涉及资产划转的批准，以及获得国务院国资委的原则性同意，标志着大规模研究院所优质军工资产证券化重启，我们认为，四创电子与国睿科技同属中国电科集团下属重要上市平台，公司平台价值有望进一步凸显。

4、业绩预测

预测 2019-2021 年公司归母净利润分别为 2.34 亿、2.73 亿和 3.09 亿元，对应估值分别为 32、28、24 倍，维持“强烈推荐”评级！

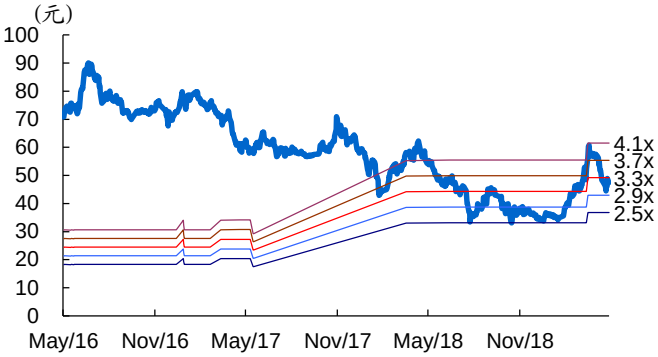
风险提示：军品采购具有不确定性，民品业务竞争加剧，资产整合效果不达预期。

图 1：四创电子历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：四创电子历史 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4303	4913	5237	5826	6408
现金	1351	1230	1347	1499	1650
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	229	347	380	423	466
应收款项	1427	1729	1884	2097	2308
其它应收款	112	99	108	120	132
存货	961	1227	1211	1344	1476
其他	223	281	307	342	376
非流动资产	2148	2534	2723	2897	3057
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	574	808	1027	1228	1412
无形资产	211	290	261	235	212
其他	1364	1436	1435	1434	1433
资产总计	**6452**	**7447**	**7960**	**8723**	**9464**
流动负债	4080	4539	4841	5351	5807
短期借款	1390	1320	1357	1511	1613
应付账款	1561	1985	2168	2407	2644
预收账款	159	244	267	296	325
其他	970	990	1049	1137	1225
长期负债	201	497	497	497	497
长期借款	0	150	150	150	150
其他	201	347	347	347	347
负债合计	**4281**	**5036**	**5338**	**5848**	**6304**
股本	159	159	159	159	159
资本公积金	911	911	911	911	911
留存收益	1081	1320	1526	1774	2055
少数股东权益	19	22	26	30	36
归属于母公司所有者权益	2152	2390	2596	2844	3125
负债及权益合计	**6452**	**7447**	**7960**	**8723**	**9464**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	23	132	463	376	436
净利润	201	257	234	273	309
折旧摊销	80	99	100	116	130
财务费用	78	66	79	84	90
投资收益	(0)	0	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(329)	(278)	65	(82)	(80)
其它	(6)	(12)	9	11	11
投资活动现金流	(231)	(326)	(269)	(269)	(269)
资本支出	(262)	(358)	(294)	(294)	(294)
其他投资	31	31	25	25	25
筹资活动现金流	239	82	(77)	45	(17)
借款变动	(333)	2	29	153	102
普通股增加	22	0	0	0	0
资本公积增加	495	0	0	0	0
股利分配	(14)	(19)	(27)	(25)	(29)
其他	68	99	(79)	(84)	(90)
现金净增加额	31	(111)	116	152	150

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5057	5246	5743	6392	7034
营业成本	4369	4462	4874	5411	5944
营业税金及附加	17	20	22	24	27
营业费用	112	114	125	139	153
管理费用	251	317	350	396	440
财务费用	33	46	79	84	90
资产减值损失	61	85	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	24	85	25	25	25
营业利润	239	289	268	313	356
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	0	3	1	1	1
利润总额	240	287	269	314	357
所得税	35	26	31	37	42
净利润	205	262	238	277	314
少数股东损益	4	4	4	5	5
归属于母公司净利润	201	257	234	273	309
EPS（元）	1.26	1.62	1.47	1.71	1.94

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	66%	4%	9%	11%	10%
营业利润	92%	21%	-7%	17%	14%
净利润	55%	28%	-9%	17%	13%
获利能力					
毛利率	13.6%	14.9%	15.1%	15.3%	15.5%
净利率	4.0%	4.9%	4.1%	4.3%	4.4%
ROE	9.4%	10.8%	9.0%	9.6%	9.9%
ROIC	6.4%	7.5%	7.3%	7.6%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	66.4%	67.6%	67.1%	67.0%	66.6%
净负债比率	21.6%	19.9%	18.9%	19.0%	18.6%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	5.4	4.1	4.0	4.2	4.2
应收帐款周转率	4.9	3.3	3.2	3.2	3.2
应付帐款周转率	3.4	2.5	2.3	2.4	2.4
每股资料（元）					
每股收益	1.26	1.62	1.47	1.71	1.94
每股经营现金	0.15	0.83	2.91	2.36	2.74
每股净资产	13.52	15.01	16.31	17.87	19.63
每股股利	0.12	0.17	0.15	0.18	0.20
估值比率					
PE	37.5	29.4	32.3	27.7	24.4
PB	3.5	3.2	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	15.8	12.7	11.2	9.8	8.7

资料来源：公司数据、招商证券

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。2016 年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。 2017 年新财富第三名，水晶球第三名。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016 年加盟招商证券。

钱佳兴，北京航空航天大学航空发动机系工学学士、硕士，曾在核工业工作，2018 年加盟招商证券。

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。