

军工/可选消费品

四创电子 (600990)

压缩非核心业务致营收下滑, Q4 有望恢复增长

——四创电子 2019 年三季度报业绩点评

	彭磊 (分析师)	杨宇 (分析师)	滕光耀 (分析师)
	010-59312700	021-38032693	010-59312799
	penglei018712@gtjas.com	yangyu019016@gtjas.com	tengguangyao@gtjas.com
证书编号	S0880518100003	S0880519080015	S0880519080005

本报告导读:

压缩非核心业务及智慧产业收入减少致三季度报业绩下滑, Q4 有望恢复增长; 公司雷达业务持续向好, 体外资产量大优质, 未来将受益于军工资本运作提速。

投资要点:

- **维持目标价至 60.13 元, 增持。** 压缩非核心业务及智慧产业收入减少致四创电子三季度报业绩下滑, Q4 有望恢复增长; 考虑到公司雷达业务持续向好, 体外资产量大且优质, 未来将受益于军工资本运作提速, 我们维持 2019-21 年 EPS 为 1.85/2.29/2.71 元, 维持目标价 60.13 元。
- **压缩非核心业务致营收下滑, Q4 有望恢复正增长。** 1) 2019 前三季度公司实现营收 15.1 亿元, 同比-26.3%, 系博微长安压缩缺乏核心竞争力的业务及本部智慧产业收入减少所致; 净利润-7237 万元, 较去年同期(-472 万元)亏损幅度扩大, 主要原因为 2018 年博微长安处置老区土地, 资产处置收益达 5676 万元。2) 毛利率+4.63pp, 预计与业务结构变化相关; 销售与管理费用率分别+2.4pp 和+4.0pp, 主要系人工成本、售后服务费及摊销折旧金额增加所致; 公司加大研发投入, 当期研发费用+64.3%。3) 雷达业务客户预付款增加, 使得预收账款+52.9%, 表明下游需求较好; 雷达在产品投产及智慧业务工程施工投入增加, 但尚未确认收入, 致存货+50.3%, 预计四季度有望逐步得到确认。
- **内生增长向好, 外延运作可期。** 1) 公司雷达包括气象、空管、警戒雷达等, 市占率较高, 下游趋势向好; 2) 公司是中电博微上市平台, 体外四家院所净利润之和为公司的 4.7 倍; 考虑到今年以来军工资本运作频率明显加快, 同时国睿科技重组推进顺利, 未来公司资本运作可期。
- **催化剂:** 军工资产证券化加速。
- **风险提示:** 经营管理跟不上收入规模增长影响未来回报率。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,057	5,246	5,794	6,407	7,093
(+/-)%	27%	4%	10%	11%	11%
经营利润 (EBIT)	308	333	387	464	539
(+/-)%	3%	8%	16%	20%	16%
净利润 (归母)	201	257	295	364	431
(+/-)%	-7%	28%	14%	24%	18%
每股净收益 (元)	1.26	1.62	1.85	2.29	2.71
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	6.1%	6.4%	6.7%	7.2%	7.6%
净资产收益率 (%)	9.4%	10.8%	11.0%	11.9%	12.4%
投入资本回报率 (%)	11.9%	11.4%	12.3%	13.0%	13.9%
EV/EBITDA	23.94	13.20	14.20	12.03	10.08
市盈率	37.35	29.23	25.53	20.67	17.45
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **60.13**

上次预测: 60.13

当前价格: 47.24

2019.10.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	31.82-62.58
总市值 (百万元)	7,520
总股本/流通 A 股 (百万股)	159/137
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	86%
日均成交量 (百万股)	2.05
日均成交值 (百万元)	107.42

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,290
每股净资产	14.39
市净率	3.3
净负债率	43.62%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	-0.37	-0.36
Q2	0.14	0.06
Q3	0.20	-0.15
Q4	1.65	2.30
全年	1.62	1.85

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	-2%	28%
相对指数	-8%	-3%	14%

相关报告

《压缩非核心业务致业绩下降, 内生外延增长可期》2019.08.26

《主业经营稳健, 未来改革可期》2019.04.01

《军转民典范, 内外改革有望从大到强》2019.03.08

《中电博微成立, 资本运作方向明确》2017.11.13

模型更新时间: 2019.10.27

股票研究

可选消费品
军工

四创电子 (600990)

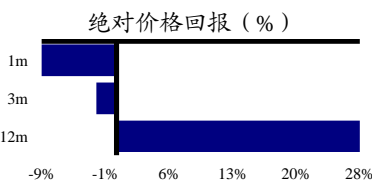
评级: **增持**
上次评级: 增持
目标价格: **60.13**
上次预测: 60.13
当前价格: 47.24

公司网址
www.sun-create.com

公司简介

公司于2004年5月在上海证券交易所挂牌上市,成为国内第一家以雷达为主业的上市公司,被誉为“中国雷达第一股(股票代码: 600990)”。

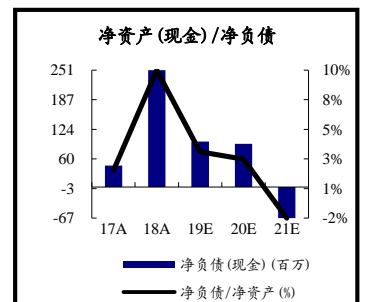
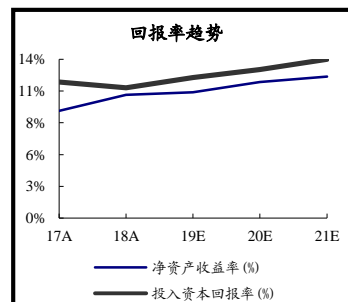
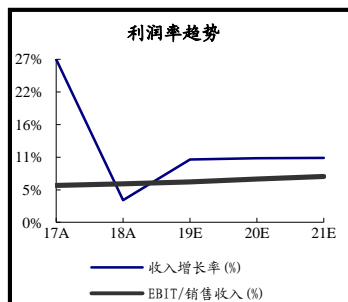
公司是高新技术企业、国家技术创新示范企业、国家火炬计划重点高新技术企业、全国电子信息行业标杆企业、“平安城市”建设优秀安防工程建设企业、守合同重信用企业,是首批安徽省创新型企业、安徽省产学研联合示范企业、安徽省重点软件企业、安徽省著名商标企业。



52周价格范围 31.82-62.58
市值(百万) 7,520

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	5,057	5,246	5,794	6,407	7,093
营业成本	4,369	4,462	4,903	5,394	5,943
税金及附加	17	20	20	23	25
销售费用	112	114	129	141	157
管理费用	162	196	221	236	265
EBIT	308	333	387	464	539
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	33	46	49	48	48
营业利润	239	289	338	416	491
所得税	35	26	38	46	53
少数股东损益	4	4	5	7	8
归母净利润	201	257	295	364	431
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,351	1,230	1,383	1,388	1,545
其他流动资产	2,953	3,683	3,157	3,624	3,990
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	586	808	1,047	1,298	1,507
无形及其他资产	1,562	1,727	1,784	1,846	1,895
资产合计	6,452	7,447	7,371	8,156	8,937
流动负债	4,080	4,539	4,162	4,577	4,919
非流动负债	201	497	497	497	497
股东权益	2,171	2,411	2,711	3,082	3,521
投入资本(IC)	2,216	2,659	2,807	3,173	3,455
现金流量表					
NOPLAT	264	303	344	413	481
折旧与摊销	80	99	149	168	200
流动资金增量	19	125	-149	53	24
资本支出	-176	-326	-446	-481	-458
自由现金流	187	201	-102	153	248
经营现金流	23	132	660	548	677
投资现金流	-231	-326	-446	-481	-458
融资现金流	239	82	-62	-62	-62
现金流净增加额	31	-111	152	5	157
财务指标					
成长性					
收入增长率	27.0%	3.7%	10.4%	10.6%	10.7%
EBIT 增长率	3.1%	8.1%	16.2%	19.9%	16.1%
净利润增长率	-7.0%	27.8%	14.5%	23.5%	18.4%
利润率					
毛利率	13.6%	14.9%	15.4%	15.8%	16.2%
EBIT 率	6.1%	6.4%	6.7%	7.2%	7.6%
归母净利润率	4.0%	4.9%	5.1%	5.7%	6.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.4%	10.8%	11.0%	11.9%	12.4%
总资产收益率(ROA)	3.1%	3.5%	4.0%	4.5%	4.8%
投入资本回报率(ROIC)	11.9%	11.4%	12.3%	13.0%	13.9%
运营能力					
存货周转天数	77	89	79	82	82
应收账款周转天数	101	130	107	114	114
总资产周转天数	420	483	467	442	440
净利润现金含量	11.6%	51.4%	224.1%	150.7%	157.0%
资本支出/收入	3.5%	6.2%	7.7%	7.5%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	66.4%	67.6%	63.2%	62.2%	60.6%
净负债率	2.1%	10.4%	3.6%	3.0%	-1.9%
估值比率					
PE(现价)	37.35	29.23	25.53	20.67	17.45
PB	4.30	2.28	2.80	2.47	2.16
EV/EBITDA	23.94	13.20	14.20	12.03	10.08
P/S	1.49	1.43	1.30	1.17	1.06
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		