

投资评级 优于大市 首次覆盖

减负增利卓有成效, 新型电子净利增 43%

股票数据

09 月 18 日收盘价(元)	45.96
52 周股价波动(元)	14.51-52.30
总股本/流通 A 股(百万股)	515/515
总市值/流通市值(百万元)	23660/23660

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.9	74.9	114.2
相对涨幅(%)	4.5	70.7	97.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张恒晖

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

分析师:张高艳

Tel:0755-82900489

Email:zgy13106@htsec.com

证书:S0850520060001

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@htsec.com

投资要点:

- **事件: 公司发布 2020 半年报。**20H1, 公司实现营业收入 20.25 亿元 (-6.82%), 归母净利润 2.36 亿元 (-2.84%), 扣非后归母净利 1.93 亿元 (+2.91%)。
- **深通信出表导致营收下滑, 同口径下收入增长约 10%。**20H1, 公司实现营业收入 20.25 亿元 (-6.82%), 按同口径剔除深圳通信业务收入, 同比增长 9.76%。分产品来看, **1) 新型电子元器件:** 收入 20.11 亿元 (+9.79%), 主要系公司加大市场开拓, 高新产品销售规模增长; **2) 现代服务业:** 收入 0.14 亿元 (+5.02%); **3) 整机及系统:** 由于深通信业务不再并表, 损益转为权益法计量, 该项业务收入由 19H1 的 3.28 亿元降为 0。
- **元器件业务盈利能力增强带动 20H1 净利润增长 43%, 信用减值损失拖累综合净利率。****1) 元器件业务:** 20H1 实现毛利润 10.69 亿元 (+23.15%)、净利润 3.34 亿元 (+42.73%), 一是收入规模的扩大, 二是自身产品结构的变化, 高附加值产品占比提高, 毛利率、净利率分别达到 53.17% (+5.75 pct)、16.62% (+3.96 pct)。**2) 公司整体情况:** 20H1 实现综合毛利率 53.39% (+12.36 pct), 净利率 11.60% (+1.56 pct), 主要系元器件业务拉动整体盈利能力提升。但综合净利率提升幅度不及元器件业务, 主要系对持有的深通信其他应收款和委托贷款净额计提了 1.09 亿元的信用减值损失。
- **公司期间费率上升近 5 个点, 主要系效益增长导致职工薪酬提高。**20H1 公司期间费率 31.52% (+4.98 pct), 其中销售费率上升 0.97 pct、管理费率 (不含研发) 上升 3.93 pct, 均系上年度效益增长导致职工薪酬同比提高。此外, 研发费率上升 0.86 pct 系材料费有所增加, 财务费率下降 0.77 pct 系深通信出表以及利息收入同比有所增加。
- **股权激励和提薪双轨并行, 预计全年业绩有望维持较高增长。**公司已向 368 名激励对象授予 911.1 万份股票期权, 据 2019 年 8 月发布的《2018 年股票期权激励计划 (草案) (修订)》, 三个行权期的开始月份分别为 2021/2022/2023 年 10 月, 对应行权条件至少需要满足 2020/2021/2022 年扣非后的归母净利达到 2018 年业绩的 1.25/1.45/1.65 倍, 即 2.53/2.94/3.34 亿元。按照行权条件, 预计公司 2020 年扣非后归母净利增速有望达到 79.80%, 全年业绩维持较高增长可期。
- **风险提示:** 募投项目建设进度不及预期风险; 订单不及预期风险; “两金” 占用较高风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5338	3668	4037	4880	5900
(+/-)YoY(%)	-33.4%	-31.3%	10.0%	20.9%	20.9%
净利润(百万元)	306	298	499	734	944
(+/-)YoY(%)	50.2%	-2.7%	67.8%	46.9%	28.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.59	0.58	0.97	1.43	1.83
毛利率(%)	25.3%	44.4%	49.4%	49.9%	49.9%
净资产收益率(%)	6.1%	5.5%	8.5%	11.0%	12.4%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 4.99/7.34/9.44 亿元，对应当前股价（2020/09/18 收盘价）的 PE 分别为 47/32/25 倍，对应未来 3 年复合增长率约 46.9%。结合可比公司 PE 估值情况，综合考虑公司未来的高成长性，给予公司 2020 年 48-53 倍 PE 估值，对应合理价值区间为 46.57-51.42 元，给予“优于大市”评级。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
002179	中航光电	510.70	1.04	1.15	1.40	39.03	40.22	33.24	4.68	5.32
600038	中直股份	321.26	1.00	1.23	1.49	47.81	44.23	36.65	1.68	3.66
600760	中航沈飞	776.94	0.63	0.97	1.06	50.41	57.44	52.50	2.80	7.83
600372	中航电子	317.58	0.32	0.34	0.39	45.06	48.51	41.72	3.48	3.80
均值			0.75	0.92	1.08	45.58	47.60	41.03	3.16	5.15

资料来源: wind, 海通证券研究所
收盘价为 2020 年 09 月 18 日价格, EPS 为 wind 一致预期

● 主要盈利预测假设。

1) 新型电子元器件: 我们认为公司聚焦主业后元器件业务收入将高速增长, 毛利率稳中有升, 预计 2020-2022 年收入增速稳定在 21% 左右, 毛利率 49.5%/50%/50%。

2) 现代服务业: 随着公司整体营收规模的扩大, 预计 2020-2022 年收入增速 5%/6%/7%, 毛利率稳定在 34% 左右。

3) 整机及系统: 由于深通信业务出表, 预计 2020-2022 年收入为 0。

- **风险提示:** 募投项目建设进度不及预期风险; 订单不及预期风险; “两金”占用较高风险。

表 2 公司主营产品收入预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,668.28	4,036.69	4,879.69	5,899.78
新型电子元器件	3,310.19	4,005.33	4,846.45	5,864.21
现代服务业	29.87	31.36	33.24	35.57
整机及系统	328.22	0.00	0.00	0.00
收入同比增长	-31.27%	10.04%	20.88%	20.90%
新型电子元器件	11.22%	21.00%	21.00%	21.00%
现代服务业	-0.24%	5.00%	6.00%	7.00%
整机及系统	-85.92%	-100.00%	0.00%	0.00%
营业成本 (百万元)	2,040.44	2,043.39	2,445.17	2,955.58
新型电子元器件	1,711.40	2,022.69	2,423.23	2,932.10
现代服务业	19.59	20.70	21.94	23.47
整机及系统	309.45	0.00	0.00	0.00
毛利率	44.38%	49.38%	49.89%	49.90%
新型电子元器件	48.30%	49.50%	50.00%	50.00%
现代服务业	34.40%	34.00%	34.00%	34.00%
整机及系统	5.72%	-	-	-

资料来源: 公司 2018-2019 年年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	3668	4037	4880	5900
每股收益	0.58	0.97	1.43	1.83	营业成本	2040	2043	2445	2956
每股净资产	10.45	11.47	12.93	14.79	毛利率%	44.4%	49.4%	49.9%	49.9%
每股经营现金流	0.50	0.68	0.57	0.65	营业税金及附加	36	40	49	59
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	205	242	329	383
P/E	79.50	47.38	32.25	25.07	营业费用率%	5.6%	6.0%	6.8%	6.5%
P/B	4.40	4.01	3.55	3.11	管理费用	525	614	742	897
P/S	6.45	5.86	4.85	4.01	管理费用率%	14.3%	15.2%	15.2%	15.2%
EV/EBITDA	10.89	25.15	21.64	17.87	EBIT	630	815	973	1192
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	63	53	44	44
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.7%	1.3%	0.9%	0.7%
毛利率	44.4%	49.4%	49.9%	49.9%	资产减值损失	-50	-223	-97	-61
净利率	8.1%	12.4%	15.0%	16.0%	投资收益	-112	20	24	29
净资产收益率	5.5%	8.5%	11.0%	12.4%	营业利润	397	663	975	1255
资产回报率	3.4%	5.2%	6.9%	7.9%	营业外收支	-1	3	3	3
投资回报率	6.6%	7.9%	8.7%	9.6%	利润总额	397	666	978	1258
盈利增长 (%)					EBITDA	841	947	1085	1294
营业收入增长率	-31.3%	10.0%	20.9%	20.9%	所得税	101	170	250	322
EBIT 增长率	66.5%	29.3%	19.5%	22.5%	有效所得税率%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
净利润增长率	-2.7%	67.8%	46.9%	28.6%	少数股东损益	-2	-4	-6	-7
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	298	499	734	944
资产负债率	38.6%	38.1%	37.3%	36.2%					
流动比率	3.05	2.56	2.70	2.83	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.50	2.14	2.26	2.35	货币资金	1341	1647	1890	2161
现金比率	0.68	0.63	0.64	0.66	应收账款及应收票据	2829	3215	3959	4787
经营效率指标					存货	949	950	1092	1347
应收帐款周转天数	135.46	140.00	143.00	145.00	其它流动资产	916	936	987	1052
存货周转天数	169.72	169.72	163.05	166.38	流动资产合计	6034	6748	7929	9347
总资产周转率	0.42	0.42	0.46	0.49	长期股权投资	382	386	386	386
固定资产周转率	2.84	3.25	4.03	4.98	固定资产	1290	1244	1210	1184
					在建工程	269	134	94	74
					无形资产	191	159	122	82
					非流动资产合计	2732	2794	2674	2578
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	8767	9542	10602	11925
净利润	298	499	734	944	短期借款	476	475	475	475
少数股东损益	-2	-4	-6	-7	应付票据及应付账款	688	674	821	987
非现金支出	414	355	209	163	预收账款	47	79	98	110
非经营收益	162	7	-3	-9	其它流动负债	770	1406	1544	1726
营运资金变动	-612	-510	-639	-756	流动负债合计	1981	2634	2937	3298
经营活动现金流	260	348	294	334	长期借款	1023	623	633	643
资产	-329	120	30	13	其它长期负债	381	381	381	381
投资	139	-275	10	10	非流动负债合计	1403	1003	1013	1023
其他	-9	50	53	59	负债总计	3384	3637	3950	4322
投资活动现金流	-198	-105	94	83	实收资本	515	515	515	515
债权募资	1601	-401	10	-90	归属于母公司所有者权益	5378	5905	6657	7616
股权募资	112	0	0	0	少数股东权益	4	0	-5	-13
其他	-1620	463	-155	-56	负债和所有者权益合计	8767	9542	10602	11925
融资活动现金流	93	62	-145	-146					
现金净流量	154	306	243	272					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 18 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒昶 军工行业
张高艳 军工行业

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

重点研究上市公司：中航光电,中航科工,柯力传感,中航电子,中航电测,航天电器,中航飞机,中航机电,火炬电子,康达新材,中国海防,中航高科,苏试试验

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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。