证券研究报告

国防军工

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

航天发展

000547

审慎增持 （维持）

营收业绩增长强劲，毛利率下降显著

2019 年 10 月 25 日

市场数据

市场数据日期	2019-10-24
收盘价（元）	10.14
总股本（百万股）	1605.68
流通股本(百万股)	1101.87
总市值（百万元）	16281.58
流通市值(百万元)	11172.98
净资产（百万元）	7451.84
总资产（百万元）	10512.90
每股净资产	4.64

相关报告

《航天发展 2019 年报点评：军民产业布局完善，营收利润双双增长》2019-04-23

分析师：
石康
shikang@xyzq.com.cn
S1220517040001

研究助理：
李雅哲
liyazhe@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3516	4395	5274	6065
同比增长(%)	41.2%	25.0%	20.0%	15.0%
净利润(百万元)	448	584	730	875
同比增长(%)	59.3%	30.2%	25.0%	20.0%
毛利率(%)	32.6%	33.0%	33.0%	33.0%
净利润率(%)	12.7%	13.3%	13.8%	14.4%
净资产收益率（%）	6.5%	6.5%	7.5%	8.3%
每股收益(元)	0.28	0.36	0.45	0.55
每股经营现金流(元)	0.12	0.09	0.17	0.27

投资要点

- 2019 年前三季度公司实现营业收入 23.52 亿元，同比增长 44.07%；归母净利润 3.08 亿元，同比增长 39.31%。公司营业收入大幅增长的主要原因是防务装备产业收入增长，以及报表合并范围扩大。
- 2019 年前三季度公司毛利率 37.65%，同比下降 5.78 个百分点；前三季度单季度毛利率分别为 32.79%、43.13%、37.85%。
- 分季度看，2019 年公司第一、二季度营业收入分别为 7.54 亿元（YoY +43.90%）、7.38 亿元（YoY +45.33%）；归母净利润分别为 1.03 亿元（YoY +41.58%）、1.20 亿元（YoY +34.91%）；公司在第三季度实现营收 8.60 亿元，同比增长 43.14%，环比增长 16.55%，归母净利润 0.85 亿元，同比增长 43.08%，环比下降 28.77%。
- 预付款项、应付账款反映公司订单充沛。截至 2019 年三季度，公司预付款项增长至 7.10 亿元，相比年初增加 203.07%；公司应付账款增长至 16.16 亿元，相比年初增加 61.48%。
- **盈利预测与投资建议**。根据最新财报，我们预测公司 2019-2021 年的净利润 5.84/7.30/8.75 亿元，对应 10 月 24 日收盘价的 PE 为 27.9/22.3/18.6 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：毛利率持续下滑；新业务拓展低于预期。

事件

公司发布 2019 年三季报：2019 年前三季度公司实现营业收入 23.52 亿元，同比增长 44.07%；归母净利润 3.08 亿元，同比增长 39.31%；扣除非经常性损益后的归母净利润 2.85 亿元，同比增长 39.45%。

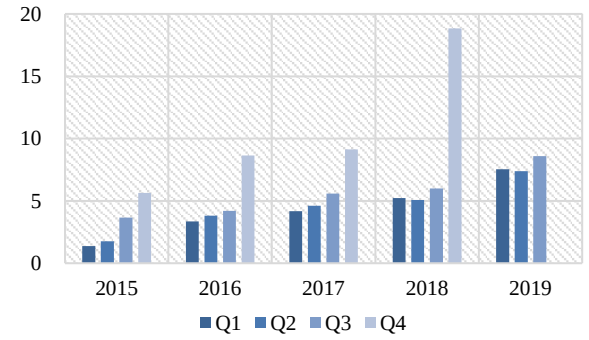
公司在 2019 年第三季度实现营收 8.60 亿元，同比增长 43.14%；归母净利润 0.85 亿元，同比增长 43.08%。

点评

- **防务装备产业收入增长、报表合并范围扩大导致公司收入增幅较大**

2019 年前三季度公司实现营业收入 23.52 亿元，同比增长 44.07%；归母净利润 3.08 亿元，同比增长 39.31%。公司营业收入大幅增长的主要原因是防务装备产业收入增长，以及报表合并范围扩大。

图1、2015-2019 年公司单季营收（亿元）

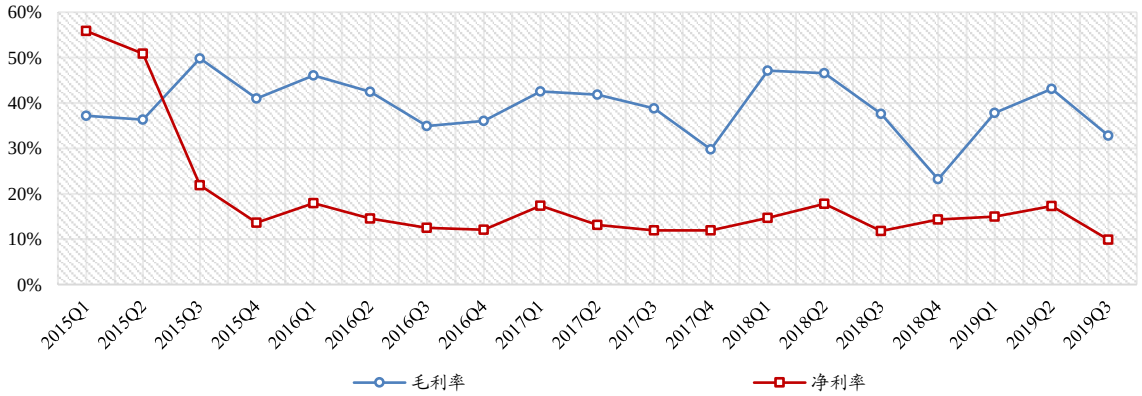


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2015-2019 年公司单季归母净利润（亿元）

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2015-2019 年公司单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **毛利率降低导致净利润环比出现下滑**

2019 年前三季度公司毛利率 37.65%，同比下降 5.78 个百分点；前三季度单季度毛利率分别为 32.79%、43.13%、37.85%。

分季度看，2019 年公司第一、二季度营业收入分别为 7.54 亿元（YoY+43.90%）、7.38 亿元（YoY+45.33%）；归母净利润分别为 1.03 亿元（YoY+41.58%）、1.20 亿元（YoY +34.91%）；公司在第三季度实现营收 8.60 亿元，同比增长 43.14%，环比增长 16.55%，归母净利润 0.85 亿元，同比增长 43.08%，环比下降 28.77%。

期间费用随收入同步增长，研发投入持续增加

2019 年前三季度公司期间费用 5.36 亿元，同比增长 23.99%，占营业收入比例 22.79%，同比下降 3.69 个百分点。其中，销售费用 8528.56 万元，同比增长 71.86%；管理费用 2.02 亿元，同比增长 8.38%；财务费用 835.97 万元，同比下降 40.10%；研发费用 2.41 亿元，同比增长 31.77%。公司销售增长的主要原因是本期市场拓展增加及较上年同期报表合并范围扩大；公司研发费用增长的主要原因是本期公司加大研发投入；公司财务投入下降的主要原因是公司应付债券已于 2018 年 10 月兑付，无需支付其利息费用。

公司业务规模致使经营性现金流缩减，股权投资消耗投资性现金流

2019 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为-9.38 亿元，同比下降 44.37%，主要是由于公司业务规模持续扩大，生产经营资金需求相应增加，为保障产品订单及时交付，公司适度增加产品所需物料采购和劳务支出，支付现金较上年同期有所增加。同期，投资活动产生的现金流量净额-2.65 亿元，同比下降 248.38%，主要是 2019 年上半年公司对航天科工网络信息发展有限公司等公司的股权投资以及购买大额存单所致；筹资活动产生的现金流量净额 1.77 亿元，同比增长 170.96%，主要原因是上半年航天科工对公司实施定增。

预付款项、应付账款反映公司订单充沛

截至 2019 年三季度，公司预付款项增长至 7.10 亿元，相比年初增加 203.07%，主要原因是订单增多，预付相应的材料款、设备款增加；公司应付账款增长至 16.16 亿元，相比年初增加 61.48%，主要原因是公司生产任务增加，相应的物料采购和劳务支出有所增加；此外，公司存货增长至 9.88 亿元，相比年初增长 43.61%，也能侧面反映公司未来业绩潜力。

- **盈利预测与投资建议**

根据最新财报，我们预测公司 2019-2021 年的净利润 5.84/7.30/8.75 亿元，对应 10 月 24 日收盘价的 PE 为 27.9/22.3/18.6 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：毛利率持续下滑；新业务拓展低于预期。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4879	6566	7659	8893
货币资金	1909	2682	3028	3614
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1399	1779	2155	2460
其他应收款	63	69	86	99
存货	688	976	1129	1294
非流动资产	4448	3910	3909	3873
可供出售金融资产	93	109	106	105
长期股权投资	798	399	465	499
投资性房地产	123	125	125	124
固定资产	616	621	583	524
在建工程	147	73	37	18
油气资产	0	0	0	0
无形资产	354	354	354	354
资产总计	9328	10476	11568	12766
流动负债	2047	2220	2568	2836
短期借款	465	0	0	0
应付票据	241	170	222	274
应付账款	1001	1461	1744	1961
其他	340	590	602	601
非流动负债	53	115	84	90
长期借款	0	0	0	0
其他	53	115	84	90
负债合计	2100	2335	2652	2926
股本	1565	1606	1606	1606
资本公积	5155	5395	5395	5395
未分配利润	1393	1921	2644	3514
少数股东权益	359	408	458	509
股东权益合计	7227	9381	10156	11080
负债及权益合计	9328	11716	12808	14006

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	448	584	730	875
折旧和摊销	104	68	74	77
资产减值准备	26	34	32	27
无形资产摊销	38	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	33	-78	-118	-137
投资损失	-98	-58	-66	-69
少数股东损益	59	48	50	51
营运资金的变动	-382	-436	-433	-386
经营活动产生现金流量	187	148	281	437
投资活动产生现金流量	-243	535	-16	30
融资活动产生现金流量	-128	90	81	119
现金净变动	-185	773	346	586
现金的期初余额	2046	1909	2682	3028
现金的期末余额	1862	2682	3028	3614

利润表

单位：百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3516	4395	5274	6065
营业成本	2370	2944	3533	4063
营业税金及附加	20	17	18	18
销售费用	75	99	137	146
管理费用	251	734	870	982
财务费用	17	-78	-118	-137
资产减值损失	26	25	26	26
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	98	58	66	69
营业利润	569	712	873	1035
营业外收入	1	4	4	3
营业外支出	19	10	11	12
利润总额	551	706	866	1026
所得税	43	74	85	100
净利润	508	632	780	927
少数股东损益	59	48	50	51
归属母公司净利润	448	584	730	875
EPS（元）	0.28	0.36	0.45	0.55

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	41.2%	25.0%	20.0%	15.0%
营业利润增长率	60.3%	25.0%	22.7%	18.6%
净利润增长率	59.3%	30.2%	25.0%	20.0%
盈利能力				
毛利率	32.6%	33.0%	33.0%	33.0%
净利率	12.7%	13.3%	13.8%	14.4%
ROE	6.5%	6.5%	7.5%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	22.5%	19.9%	20.7%	20.9%
流动比率	2.38	2.96	2.98	3.14
速动比率	2.05	2.52	2.54	2.68
营运能力				
资产周转率	41.0%	44.4%	47.8%	49.8%
应收帐款周转率	261.1%	256.4%	248.6%	243.8%
每股资料（元）				
每股收益	0.28	0.36	0.45	0.55
每股经营现金	0.12	0.09	0.17	0.27
每股净资产	4.28	5.59	6.04	6.58
估值比率（倍）				
PE	36.3	27.9	22.3	18.6
PB	2.4	1.8	1.7	1.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn