

# 三季度业绩符合预期，扣非归母净利润实现高增长

事件：公司于 10 月 25 日下午发布 2019 年三季报，2019 年 1-9 月公司实现营业收入 51.73 亿元 (+12.43%)；实现归母净利润 2.66 亿元(+7.60%)。2019 年 Q3 公司实现营业收入 17.42 亿元(+7.00%)；实现归母净利润 0.97 亿元(-2.61%)。

## 核心观点

- **公司经营情况稳中向好，主业经营情况改善。**2019 年 1-9 月公司实现营业收入 51.73 亿元，同比增长 12.43%，增速相比上半年略有回落，主要是因为公司营收季度性波动较大，且去年同期基数较高。1-9 月公司实现归母净利润 2.66 亿元(+7.60%)，扣非归母净利润 2.19 亿元 (+50.36%)，扣非利润增速高于净利润增速，主要是因为去年同期政府补助及其他营业外收入对利润的贡献较大。扣非归母净利润的高增长反映了公司主业经营情况的明显改善，管理费用率的下降是主要原因之一，19 年 1-9 月管理费用率为 10.93%，比去年同期下降 2.41 个百分点。
- **公司生产备货力度加大，全年业绩有望实现较快增长。**2019Q3 公司存货 44.91 亿元，较年初增加 20.59%；预付款项 3.37 亿元，较年初增加 34.8%。存货和预付款增加说明公司生产备货增加，订单饱满，考虑到公司收入确认集中在年底（18、17 年 Q4 营收占全年分别为 40%和 43%），全年业绩有望实现较快增长。短期借款比年初增加 60.3%，主要为了归还委托贷款。
- **回购股份将用于员工激励及债转股。**2019 年 1 月公司公布了股票回购计划，以不超过 18.5 元/股的价格，回购 1.5 到 3 亿元股份用于员工持股或股权激励及债转股。截至 9 月 30 日，公司累计回购股份 689.61 万股，每股回购最高价、最低价分别为 15.10、14.30 元，累计支付总金额为 1.01 亿元。本次回购彰显了管理层对公司未来发展的信心。

## 财务预测与投资建议

- 考虑到前三季度毛利率略低于预期，我们调整公司 19-20 年 EPS 至 0.31、0.39 元（之前为 0.39、0.45 元），新增 21 年 EPS 为 0.43。参照可比公司给予 2019 年 53 倍估值，对应目标价 16.43 元，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 科研院所改制进展低于预期：订单和收入确认不及预期；应收账款较高

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,023	7,643	8,612	9,684	10,772
同比增长(%)	0.9%	8.8%	12.7%	12.4%	11.2%
营业利润(百万元)	604	474	622	774	868
同比增长(%)	21.1%	-21.4%	31.1%	24.5%	12.1%
归属母公司净利润(百万元)	542	479	554	682	760
同比增长(%)	17.8%	-11.6%	15.6%	23.1%	11.5%
每股收益(元)	0.31	0.27	0.31	0.39	0.43
毛利率(%)	32.3%	29.7%	31.6%	31.7%	31.6%
净利率(%)	7.7%	6.3%	6.4%	7.0%	7.1%
净资产收益率(%)	8.3%	6.5%	7.1%	8.2%	8.5%
市盈率	44.3	50.1	43.3	35.2	31.6
市净率	3.4	3.2	3.0	2.8	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

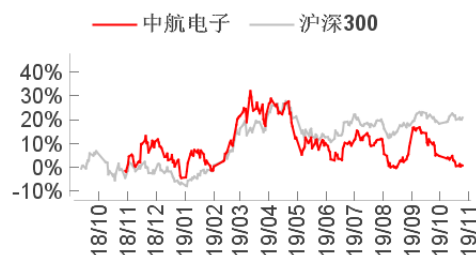


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月25日)	13.65元
目标价格	16.43元
52周最高价/最低价	17.97/12.98元
总股本/流通A股(万股)	175,952/175,952
A股市值(百万元)	24,017
国家/地区	中国
行业	军工
报告发布日期	2019年10月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.22	-7.65	-9.48	1.11
相对表现	0.49	8.32	10.67	20.88
沪深300	0.71	0.67	1.19	21.99



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 王天一  
021-63325888\*6126  
wangtianyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860510120021

**证券分析师** 罗楠  
021-63325888-4036  
luonan@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518100001

**联系人** 冯函  
021-63325888-2900  
fenghan@orientsec.com.cn

## 相关报告

航电龙头平台地位明确，军民业务协同看好 2019-03-05  
长期发展：

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 附：可比公司最新估值

**表 1：中航电子可比上市公司估值**

公司	代码	最新价格（元） 2019/10/25	每股收益（元）				市盈率			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中航机电	002013	6.42	0.23	0.26	0.31	0.36	27.68	24.27	20.73	17.68
国睿科技	600562	15.07	0.06	0.23	0.28	0.38	248.27	64.73	53.16	39.89
中国海防	600764	27.86	0.17	0.46	0.55	0.63	162.92	60.50	50.56	44.53
高德红外	002414	22.67	0.14	0.28	0.37	0.48	160.78	79.99	61.14	47.63
航发控制	000738	13.92	0.23	0.26	0.28	0.33	61.48	53.54	48.96	42.74
安达维尔	300719	12.02	0.22	0.36	0.43	0.49	55.14	33.45	28.02	24.38
	调整后平均						110.08	53.06	45.18	37.89

注：“调整后”为去掉最高、最低估值后的平均估值水平

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,275	2,536	2,717	2,905	3,231	营业收入	7,023	7,643	8,612	9,684	10,772
应收账款	5,806	6,546	7,148	8,037	8,940	营业成本	4,757	5,375	5,894	6,609	7,368
预付账款	239	250	344	387	431	营业税金及附加	37	34	43	48	54
存货	3,264	3,725	3,831	4,296	4,789	营业费用	109	121	138	157	177
其他	2,227	2,811	2,748	3,058	3,374	管理费用	1,273	1,381	1,511	1,662	1,827
<b>流动资产合计</b>	<b>15,811</b>	<b>15,868</b>	<b>16,789</b>	<b>18,684</b>	<b>20,766</b>	财务费用	241	305	416	444	489
长期股权投资	38	40	40	40	40	资产减值损失	90	163	90	90	90
固定资产	3,084	3,139	3,725	4,073	4,222	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	859	1,154	1,288	1,025	796	投资净收益	14	123	15	15	15
无形资产	722	723	681	638	595	其他	74	86	86	86	86
其他	678	727	495	493	491	<b>营业利润</b>	<b>604</b>	<b>474</b>	<b>622</b>	<b>774</b>	<b>868</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,380</b>	<b>5,783</b>	<b>6,228</b>	<b>6,269</b>	<b>6,145</b>	营业外收入	51	97	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>21,190</b>	<b>21,651</b>	<b>23,017</b>	<b>24,953</b>	<b>26,911</b>	营业外支出	17	5	5	5	5
短期借款	3,526	3,088	3,200	5,004	5,566	<b>利润总额</b>	<b>637</b>	<b>566</b>	<b>667</b>	<b>819</b>	<b>913</b>
应付账款	3,639	4,136	4,479	5,023	5,600	所得税	78	83	100	123	137
其他	2,451	3,728	3,800	2,792	2,957	<b>净利润</b>	<b>559</b>	<b>483</b>	<b>567</b>	<b>696</b>	<b>776</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9,615</b>	<b>10,952</b>	<b>11,479</b>	<b>12,819</b>	<b>14,123</b>	少数股东损益	16	3	13	14	16
长期借款	1,646	305	305	305	305	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>542</b>	<b>479</b>	<b>554</b>	<b>682</b>	<b>760</b>
应付债券	1,935	2,035	2,009	2,009	2,009	每股收益(元)	0.31	0.27	0.31	0.39	0.43
其他	555	446	831	831	831						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,136</b>	<b>2,786</b>	<b>3,145</b>	<b>3,145</b>	<b>3,145</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>13,751</b>	<b>13,738</b>	<b>14,625</b>	<b>15,964</b>	<b>17,268</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	339	352	365	379	395	成长能力					
股本	1,759	1,759	1,759	1,759	1,759	营业收入	0.9%	8.8%	12.7%	12.4%	11.2%
资本公积	1,400	1,591	1,591	1,591	1,591	营业利润	21.1%	-21.4%	31.1%	24.5%	12.1%
留存收益	3,477	3,800	4,266	4,848	5,486	归属于母公司净利润	17.8%	-11.6%	15.6%	23.1%	11.5%
其他	464	412	412	412	412	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,439</b>	<b>7,913</b>	<b>8,393</b>	<b>8,989</b>	<b>9,643</b>	毛利率	32.3%	29.7%	31.6%	31.7%	31.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21,190</b>	<b>21,651</b>	<b>23,017</b>	<b>24,953</b>	<b>26,911</b>	净利率	7.7%	6.3%	6.4%	7.0%	7.1%
						ROE	8.3%	6.5%	7.1%	8.2%	8.5%
						ROIC	5.7%	4.5%	5.9%	6.5%	6.8%
						偿债能力					
						资产负债率	64.9%	63.5%	63.5%	64.0%	64.2%
						净负债率	39.5%	53.2%	49.0%	50.8%	49.8%
						流动比率	1.64	1.45	1.46	1.46	1.47
						速动比率	1.30	1.10	1.12	1.11	1.12
						营运能力					
						应收账款周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
						存货周转率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.31	0.27	0.31	0.39	0.43
						每股经营现金流	-0.06	0.02	0.62	0.28	0.38
						每股净资产	4.04	4.30	4.56	4.90	5.26
						估值比率					
						市盈率	44.3	50.1	43.3	35.2	31.6
						市净率	3.4	3.2	3.0	2.8	2.6
						EV/EBITDA	25.2	26.7	20.9	17.8	15.9
						EV/EBIT	33.6	36.4	27.3	23.3	20.9

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

