

2019 年 10 月 25 日

前三季度业绩亏损，看好研究所资产注入

四创电子(600990.SH)

※事件：公司发布 2019 年三季报，前三季度实现营业收入 15.15 亿元，同比减少 26.27%，实现扣非归母净利润-8885.06 万元（去年同期-6798.93 万元），本期每股收益-0.45 元。

※点评：（1）公司前三季度实现营业收入 15.15 亿元，同比减少 26.27%；Q3 实现营业收入 5.17 亿元，同比减少 41.31%。主要原因是子公司博微长安压缩缺乏核心竞争力的业务规模，公司本部智慧产业收入规模较上年同期减少；（2）公司前三季度扣非归母净利润-8885.06 万元（去年同期-6798.93 万元）；Q3 扣非归母净利润-3154.36 万元（去年同期-2307.76 万元）。公司前三季度业绩表现不佳的主要原因有：a) 智慧产业较上年同期收入规模减少，毛利率水平下降；b) 研发费用同比增长 64.33%，主要系报告期研发投入费用化金额增加所致；c) 销售费用同比增长 17.09%，主要系报告期人工成本及售后服务费增加所致；d) 管理费用同比增长 15.67%，主要系报告期人工成本增加，同时无形资产规模及固定资产规模较上年同期增加，导致摊销及折旧金额增加所致；（3）资产负债方面，a) 货币资金期末较期初减少 59.87%，主要系支付材料采购款、兑付到期票据及偿还短期借款所致；b) 存货期末较期初增加 50.25%，主要系雷达电子业务投产以及智慧产业业务工程施工投入增加，尚未确认收入所致；c) 预收款项期末较期初增加 52.94%，主要系雷达及配套业务收到客户预付款增加所致；d) 长期借款期末较期初增加 33.33%，主要系收到特种产业园中长期贷款所致。

※雷达电子：产品线及下游市场双向拓展，持续推进向综合系统供应商转变。公司雷达板块包括军/民用的气象雷达、空管雷达以及警戒雷达等产品。气象雷达方面，公司多波长雷达产品线进一步丰富，并在巩固原有市场的基础上不断开拓战支、装发、水利、高校院所等下游应用市场；空管雷达方面，公司不断延伸产品线，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；警戒雷达方面，博微长安按计划推进新一代某雷达样机研制生产，顺利完成某型装备的交付任务。公司作为雷达行业领军企业，逐步推进由设备供应商向综合系统供应商的转变，有望率先受益于下游需求增长。

※智慧产业：业务多点推进，持续受益智慧城市建设。公司持续巩固社会治安防范和反恐防范业务在公安行业的地位，以视频处理技术和大数据分析等技术手段为公安、司法等客户提供

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
目标价格：
最新收盘价：47.24

股票代码：600990
52 周最高价/最低价：62.58/33.50
总市值(亿)75.20
自由流通市值(亿)37.96
自由流通股数(百万)80.36



军工行业首席分析师：段小虎
邮箱：duanxh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090001
联系电话：010-51662928

高可靠、高质量安防装备和服务，拥有较强的市场能力及整体解决方案的研发能力，当前重点项目推进顺利。我国对雪亮工程、智慧城市的投资为公司智慧产业板块的增长提供了稳定的市场需求，未来公司智慧产业由系统集成向系统运营逐步转型，也将构筑新的业绩增长点。

※控股权无偿向上划转，资本运作平台价值凸显。公司于 9 月 10 日发布公告，原控股股东 38 所将所持公司 45.67% 的国有股份全部无偿划转至中电博微。划转完成后，公司的控股股东变更为中电博微，并成为中电博微旗下四家研究所（8 所/16 所/38 所/43 所）的平级单位以及唯一上市平台，资本运作平台价值凸显。按 2018 年口径，中国电科资产证券化率仅为 30% 左右，低于各大军工集团的平均水平，仍有很大的资本运作空间。中电博微旗下四家研究所在信息技术领域综合实力突出，与公司业务协同性较强，公司作为中电博微旗下唯一上市平台，有较强的优质资产注入预期。

※投资建议：基于公司核心主业继续稳步增长和管理层持续增强精益管理，并考虑扣除公司上年 5411 万的非经常性损益，2019 年公司仍有望实现稳定增长。我们预测公司 2019/2020/2021 年可实现归母净利润 2.22/2.48/2.84 亿元，EPS 1.39/1.56/1.78 元，对应 PE 34/30/26 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

※风险提示：气象雷达系统需求下降，智慧产业需求萎靡，资产整合进度缓慢。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5056.84	5246.39	5304.94	5832.88	6404.80
YoY (%)	66.01%	3.75%	1.12%	9.95%	9.81%
归母净利润(百万元)	201.30	257.30	221.63	248.01	284.10
YoY (%)	55.50%	27.82%	-13.86%	11.90%	14.55%
毛利率 (%)	13.61%	14.95%	17.51%	16.53%	17.34%
每股收益 (元)	1.28	1.62	1.39	1.56	1.78
ROE	9.36%	10.77%	8.56%	8.81%	9.25%
市盈率	54.33	43.35	33.93	30.32	26.47

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5246.39	5304.94	5832.88	6404.80	净利润	261.73	226.88	253.89	290.84
YoY (%)	3.75%	1.12%	9.95%	9.81%	折旧和摊销	98.89	195.11	195.11	192.01
营业成本	4462.16	4375.91	4868.74	5294.02	营运资金变动	222.24	-537.45	565.95	-475.32
营业税金及附加	19.91	20.13	22.13	24.30	经营活动现金流	139.11	1037.46	-64.70	1000.61
销售费用	113.76	128.88	141.71	155.60	资本开支	256.27	0.00	0.00	0.00
管理费用	195.89	431.24	450.20	547.55	投资	439.96	-786.75	316.65	-721.52
财务费用	45.60	27.68	-2.79	-13.03	投资活动现金流	-326.28	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	84.55	54.19	54.19	54.19	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	1564.90	-1320.00	0.00	0.00
营业利润	288.51	266.92	298.69	342.16	筹资活动现金流	82.43	-1364.07	-16.09	-9.24
营业外收支	-1.07	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-104.88	-326.61	-80.79	991.38
利润总额	287.44	266.92	298.69	342.16	主要财务指标				
所得税	25.71	40.04	44.80	51.32	成长能力				
净利润	261.73	226.88	253.89	290.84	营业收入增长率	3.75%	1.12%	9.95%	9.81%
归属于母公司净利润	257.30	221.63	248.01	284.10	净利润增长率	27.82%	-13.86%	11.90%	14.55%
YoY (%)	27.82%	-13.86%	11.90%	14.55%	盈利能力				
每股收益	1.62	1.39	1.56	1.78	毛利率	14.95%	17.51%	16.53%	17.34%
资产负债表（百万元）					净利率	3.65%	4.28%	4.35%	4.54%
货币资金	1071.74	745.13	664.34	1655.72	总资产收益率 ROA	3.35%	5.96%	4.28%	5.58%
预付款项	2205.17	1091.65	2534.20	1446.31	净资产收益率 ROE	10.77%	8.56%	8.81%	9.25%
存货	1226.75	596.96	1432.15	774.20	偿债能力				
其他流动资产	248.76	248.76	248.76	248.76	流动比率	1.07	1.40	1.34	1.74
流动资产合计	4752.41	2682.50	4879.45	4124.99	速动比率	0.74	0.96	0.88	1.31
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.24	0.39	0.18	0.70
固定资产	874.68	696.56	518.45	340.33	资产负债率	66.45%	46.24%	58.22%	46.49%
无形资产	497.17	429.09	361.00	292.92	经营效率				
非流动资产合计	2435.73	2186.43	1937.13	1690.94	总资产周转率	0.73	1.09	0.86	1.10
资产合计	7188.15	4868.94	6816.58	5815.93	每股指标（元）				
短期借款	1320.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.62	1.39	1.56	1.78
应付账款及票据	2658.88	1456.94	3122.43	1856.94	每股净资产	15.01	16.27	17.69	19.30
其他流动负债	63.36	63.36	63.36	63.36	每股经营现金流	0.87	6.52	-0.41	6.29
流动负债合计	4442.73	1917.46	3634.53	2369.73	每股股利	0.12	0.13	0.15	0.17
长期借款	150.00	150.00	150.00	150.00	估值分析				
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	43.35	33.93	30.32	26.47
非流动负债合计	334.02	334.02	334.02	334.02	PB	3.15	2.90	2.67	2.45
负债合计	4776.75	2251.48	3968.55	2703.75					
股本	159.18	159.18	159.18	159.18					
少数股东权益	21.65	26.90	32.78	39.51					
股东权益合计	2411.40	2617.45	2848.04	3112.18					
负债和股东权益合计	7188.15	4868.94	6816.58	5815.93					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师简介

段小虎，华西证券军工行业首席分析师，复旦大学与巴黎第一大学硕士，历任方正证券军工行业首席分析师、中信证券军工行业高级分析师、中银基金机械/军工行业研究员。

作为首席曾获 2018 年卖方水晶球奖，2018 年 Wind 金牌分析师第 3 名；作为团队核心曾获 2017 年新财富最佳分析师第 2 名、卖方水晶球奖第 4 名、中国证券业金牛分析师第 4 名。研究理念追求以扎实的产业链研究为基石，立足“买方立场”做“卖方研究”。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。