

经营逐季改善，消费电子及军工双双进入高增长

事件：公司中报营收 8.22 亿元（+5%），净利润 1.43 亿元（+15%）。

核心观点

- **经营效益改善。**上半年公司综合毛利率提升 3 个点，其中应变电测业务毛利率提升 3.6pct，可能受益于高毛利率消费电子产品的增长。军品业务毛利率提升 6pct，可能受益于产品结构改善。费用端：研发费用率增加 2.15pct，主要为材料、薪酬和设计费增长较快，说明新项目新产品推进顺利；管理和财务费用率同比实现小幅下降。综合来看上半年公司净利率达到 17.75%，同比增长 1.60pct，为历年最高，并且实现连续 4 年持续增长。
- **增速逐季提升。**单二季度营收 4.99 亿元，同比增长 8.49%，归母净利 1.13 亿元，同比增长 16.66%，较 Q1 的 0.64% 和 10.25% 均有较为明显的提速，说明 Q1 疫情的影响在 Q2 得到有效恢复。期末无形资产增长 152.66%，系石家庄华燕购置智能交通产业园区土地。二季度末公司预付款及存货保持高位，说明生产备货充足，预期公司未来经营有望逐季持续向好。
- **新兴行业领域持续拓展。**公司应变计产品布局消费电子领域多年，在做好疫情防控的同时，扎实推进复工复产，抢抓新形势下产业链由国外向国内转移的机遇，持续拓展产品在新兴行业领域的推广和应用。伴随公司消费电子领域产品实现纵向和横向拓展，有望迎来重要发展机遇。
- **军品高增长享补价弹性。**子公司汉中一零一上半年实现实现净利 796 万元，同比增长 73.74%，主要由于本期军品生产任务增加，且产品结构变化，毛利较高产品收入增加带来整体毛利增长。军品下游高景气带来公司配套产品的高增长，且相关型号产品一旦定价，有望带来可观的补价利润增量。此外，随着航空装备向智能化方向发展，公司本部基于测控核心技术的驾驶舱控制分系统、直升机吊挂投放系统等业务发展前景广阔。

财务预测与投资建议

- 考虑到公司军民业务迎来高增长，员工持股赋予公司更强活力，（不考虑补价）调整 20/21/22 年每股收益为 0.45、0.58、0.75 元（原为 0.43、0.53、0.65 元），根据可比公司 20 年 43 倍估值，给予目标价 19.35。鉴于公司核心业务景气向好，基本面加速上行迎来重要发展机遇，上调至“买入”评级。

风险提示

效益改善不及预期；军品交付进度不及预期

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,388	1,545	1,794	2,105	2,459
同比增长(%)	11.9%	11.3%	16.1%	17.4%	16.8%
营业利润(百万元)	198	242	305	388	497
同比增长(%)	13.3%	22.5%	26.0%	27.1%	28.2%
归属母公司净利润(百万元)	156	212	267	341	440
同比增长(%)	20.7%	36.0%	25.8%	27.8%	28.8%
每股收益(元)	0.26	0.36	0.45	0.58	0.75
毛利率(%)	38.5%	38.5%	38.7%	39.7%	40.6%
净利率(%)	11.3%	13.8%	14.9%	16.2%	17.9%
净资产收益率(%)	10.7%	13.9%	15.3%	16.8%	18.7%
市盈率	58.1	42.7	34.0	26.6	20.6
市净率	6.2	5.7	4.8	4.2	3.6

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，

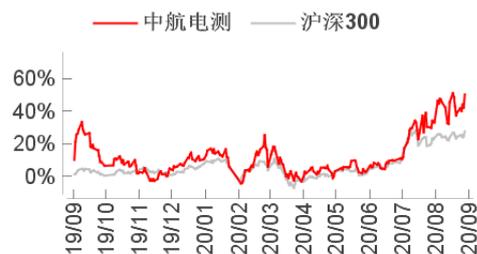


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

股价(2020年08月28日)	15.38元
目标价格	19.35元
52周最高价/最低价	15.46/9.83元
总股本/流通A股(万股)	59,076/59,076
A股市值(百万元)	9,086
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2020年08月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.85	15.47	45.78	55.04
相对表现	5.19	9.43	20.17	27.65
沪深300	2.66	6.04	25.61	27.39



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
证券分析师	冯函
	021-63325888*2900
	fenghan@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520070002

相关报告

员工持股计划出台，经营效益持续改善，业绩增长弹性大：	2020-06-05
航空军品进入高增长通道，看好未来盈利能力持续提升：	2020-04-02
业绩符合预期，航空军品及称重物联双轮驱动	2020-02-27

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。 动未来增长：

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：中航电测可比上市公司估值

公司	代码	最新价格（元） 2020/8/28	每股收益（元）				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
安车检测	300572	76.83	0.97	1.50	2.09	2.66	78.84	51.28	36.77	28.84
宏达电子	300726	41.62	0.73	0.97	1.26	1.63	56.83	42.80	33.03	25.53
振芯科技	300101	15.97	0.01	0.06	0.11	0.14	1947.56	246.45	151.09	114.07
中航机电	002013	10.36	0.26	0.30	0.35	0.41	40.06	34.48	29.42	25.22
中航光电	002179	48.66	0.97	1.15	1.40	1.75	50.02	42.32	34.83	27.76
南华仪器	300417	18.17	1.60	2.05	2.73	3.89	11.33	8.87	6.65	4.67
	调整后平均						56.44	42.72	33.51	26.84

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	426	644	705	933	1,199	营业收入	1,388	1,545	1,794	2,105	2,459
应收账款	458	476	520	611	713	营业成本	854	950	1,100	1,271	1,459
预付账款	16	23	54	17	20	营业税金及附加	18	14	23	27	32
存货	326	470	480	554	636	营业费用	137	143	164	180	202
其他	114	127	267	310	358	管理费用	206	229	253	280	309
流动资产合计	1,339	1,740	2,026	2,424	2,926	财务费用	(12)	(13)	(15)	(15)	(22)
长期股权投资	132	149	183	202	222	资产减值损失	8	3	(2)	2	3
固定资产	452	449	460	467	472	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	16	0	13	26	39	投资净收益	16	19	14	14	14
无形资产	64	60	56	51	46	其他	4	5	20	13	8
其他	60	89	72	72	72	营业利润	198	242	305	388	497
非流动资产合计	724	748	784	818	851	营业外收入	0	3	0	0	0
资产总计	2,063	2,488	2,810	3,241	3,777	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	197	244	305	388	497
应付账款	278	331	299	345	397	所得税	20	25	31	39	50
其他	241	455	522	611	716	净利润	177	220	275	349	448
流动负债合计	519	786	821	957	1,113	少数股东损益	21	7	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	156	212	267	341	440
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.26	0.36	0.45	0.58	0.75
其他	34	36	35	35	35						
非流动负债合计	34	36	35	35	35	主要财务比率					
负债合计	553	822	856	992	1,148		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	55	62	70	78	86	成长能力					
股本	591	591	591	591	591	营业收入	11.9%	11.3%	16.1%	17.4%	16.8%
资本公积	72	32	71	71	71	营业利润	13.3%	22.5%	26.0%	27.1%	28.2%
留存收益	795	978	1,219	1,507	1,879	归属于母公司净利润	20.7%	36.0%	25.8%	27.8%	28.8%
其他	(2)	3	3	3	3	获利能力					
股东权益合计	1,510	1,666	1,954	2,250	2,629	毛利率	38.5%	38.5%	38.7%	39.7%	40.6%
负债和股东权益总计	2,063	2,488	2,810	3,241	3,777	净利率	11.3%	13.8%	14.9%	16.2%	17.9%
						ROE	10.7%	13.9%	15.3%	16.8%	18.7%
						ROIC	10.9%	13.0%	14.4%	16.0%	17.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	26.8%	33.0%	30.5%	30.6%	30.4%
净利润	177	220	275	349	448	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	28	28	31	33	35	流动比率	2.58	2.21	2.47	2.53	2.63
财务费用	(12)	(13)	(15)	(15)	(22)	速动比率	1.93	1.60	1.86	1.94	2.04
投资损失	(16)	(19)	(14)	(14)	(14)	营运能力					
营运资金变动	(126)	51	(190)	(38)	(82)	应收账款周转率	3.4	3.3	3.6	3.7	3.7
其它	35	58	58	2	3	存货周转率	2.4	2.3	2.2	2.4	2.4
经营活动现金流	87	324	144	317	367	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(25)	1	(48)	(48)	(48)	每股指标(元)					
长期投资	(39)	(13)	(38)	(18)	(20)	每股收益	0.26	0.36	0.45	0.58	0.75
其他	(202)	(37)	14	14	14	每股经营现金流	0.15	0.55	0.24	0.54	0.62
投资活动现金流	(266)	(49)	(72)	(52)	(54)	每股净资产	2.47	2.72	3.19	3.68	4.31
债权融资	12	(5)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(130)	(1)	0	0	0	市盈率	58.1	42.7	34.0	26.6	20.6
其他	94	(51)	(11)	(38)	(47)	市净率	6.2	5.7	4.8	4.2	3.6
筹资活动现金流	(24)	(57)	(11)	(38)	(47)	EV/EBITDA	39.3	32.8	26.2	20.8	16.5
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	45.3	36.8	29.0	22.6	17.7
现金净增加额	(203)	219	61	227	267						

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

