

## 证券研究报告

### 公司研究——中报点评

#### 航天电器 (002025.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.08.19

**李勇鹏** 行业分析师

执业编号: S1500517110001

联系电话: +86 10 83326846

邮箱: liyongpeng@cindasc.com

#### 相关研究

《航天电器 (002025.SZ) 首次覆盖报告: 需求景气助力, 军用元器件白马盈利能力持续提升》19.08

《航天电器跟踪报告: 军用连接器双强格局稳固, 航天电器经营效率提高》19.08

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 航天电器中报点评: 营收扩张民品增速提升, 产品结构变化及材料上涨致毛利率调整

2019年08月20日

**事件:** 2019年8月19日航天电器发布2019年中报, 实现营业收入16.19亿元, 同比增38.56%; 实现归属母净利润1.87亿元 (同比+19.17%); 实现扣非后归母净利润1.74亿元, 同比增18.17%; 实现基本每股收益0.44元/股, 同比增18.92%。

#### 点评:

- **电连接器及继电器高增长带动公司上半年实现较高营收增速。**公司2019年上半年实现营收16.19亿, 同比增长38.56%。分产品看主要是连接器和继电器产品销售增长较快, 分别实现9.94亿、1.36亿收入, 同比分别增58.05%、36.65%; 电机业务发展稳健, 实现收入4.31亿, 较去年同期增14.61%; 光器件尚在开拓期, 实现收入0.40亿, 较去年同期降8.62%。公司主要板块收入实现高增长, 主要原因: 一是公司加大营销、产品推广、产能提升力度, 主要业务板块订货、营业收入实现较快增长; 二是自2019年3月起广东华旗电子有限公司纳入航天电器合并财务报表范围。
- **苏州华旗收入利润均实现大幅增长, 我们认为原因或是民品订单快速增长。**分部门看, 母公司实现7.87亿收入, 同比增35.04%; 苏州华旗上半年实现收入5.39亿 (YoY+73.3%), 净利润3996.1万 (YoY+36.73%)。贵州林泉实现收入4.32亿 (YoY14.59%), 净利润3190.2万。苏州华旗在设立之初定位是通讯、交通用连接器生产基地, 生产更多倾向民品, 我们认为苏州华旗收入及利润高速增长或说明公司在民品领域拓展步伐加快。
- **产品结构变化, 毛利率较低的民品占比提高、贵金属等原材料涨价, 致公司毛利率下降。**19年上半年公司营业成本增速54.56%, 超收入增速, 整体毛利率较上年同期下降6.38pct, 分产品看继电器、连接器、光通信器件影响较大, 毛利率分别下降11.68pct、8.55pct、11.25pct。毛利率下降一方面受产品结构变化影响, 公司民品收入占比提高, 但民品毛利率较低; 另一方面公司原材料中贵金属等价格上涨, 年初至今纽期金涨幅超20%, 原料上涨对公司毛利率构成压力。
- **盈利能力仍在改善, 资产周转率利率延续回升趋势。**我们之前判断公司ROE将处长期改善趋势, 主要原因是净利率稳定、权益乘数及周转率长期提升。本期经营数据显示公司净利率有所下滑, 但固定资产周转率及存货周转率仍然提升, 保持了资产周转率提升趋势, 因而ROE仍有所提升。我们仍然保持公司ROE将长期提升观点, 尤其是公司固定资产周转率方面提升将随着智能产线改造推进继续保持提升。
- **我们看好公司收入端持续扩张, 毛利率或因贵金属等原材料价格上涨以及军民产品结构变化承压, 但收入增长应可保证公司盈利规模。**

- **盈利预测及评级:** 我们预测公司 2019-2021 年将实现营业收入 37.72 亿元、44.74 亿元、52.48 亿元，同比增长 33.12%、18.59%、17.31%；实现归母净利润 4.53 亿元、5.57 亿元、6.61 亿元，同比增长 26.35%、22.86%、18.62%；实现摊薄每股收益 1.06 元、1.30 元、1.54 元，我们看好航天电器收入端的持续扩张、毛利率进一步提升，能够长期保持较高的盈利能力，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济波动风险；同业竞争加剧，公司盈利水平下降；军工电子元器件需求不及预期，军费增长大幅不及预期；集团化发展带来经营管理难度加大，从而经营效率降低；军工央企资产证券化低于预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,612.13	2,834.08	3,772.70	4,474.02	5,248.61
增长率 YoY %	15.77%	8.50%	33.12%	18.59%	17.31%
归属母公司净利润(百万元)	311.39	358.95	453.54	557.20	660.94
增长率 YoY%	19.28%	15.27%	26.35%	22.86%	18.62%
毛利率%	36.23%	36.79%	34.91%	36.22%	36.98%
净资产收益率 ROE%	13.8%	14.2%	15.8%	17.1%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.84	1.06	1.30	1.54
市盈率 P/E(倍)	40.05	34.74	27.50	22.38	18.87
市净率 P/B(倍)	5.26	4.63	4.11	3.58	3.09

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 8 月 19 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3,621.67	3,943.25	4,696.00	5,594.36	6,489.16
货币资金	935.64	800.33	812.38	971.33	1,120.80
应收票据	1,064.40	1,238.98	1,593.32	1,922.71	2,204.41
应收账款	1,233.39	1,448.86	1,718.26	2,040.15	2,393.36
预付账款	39.22	63.23	66.05	81.54	100.07
存货	328.12	369.65	483.80	556.43	648.31
其他	20.90	22.20	22.20	22.20	22.20
<b>非流动资产</b>	770.35	778.46	820.07	813.37	845.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	491.84	552.37	531.64	536.90	535.57
无形资产	87.31	111.23	123.55	130.19	146.50
其他	191.21	114.86	164.87	146.29	163.72
<b>资产总计</b>	4,392.02	4,721.71	5,516.06	6,407.73	7,334.94
<b>流动负债</b>	1,377.27	1,419.51	1,814.34	2,190.71	2,484.94
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	401.73	460.43	518.23	674.57	776.69
应付账款	814.70	807.01	1,121.92	1,328.21	1,513.59
其他	160.84	152.08	174.18	187.93	194.66
<b>非流动负债</b>	184.83	116.17	116.17	116.17	116.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	184.83	116.17	116.17	116.17	116.17
<b>负债合计</b>	1,562.10	1,535.68	1,930.50	2,306.88	2,601.11
少数股东权益	457.90	494.98	548.23	613.58	692.87
归属母公司股东权益	2,372.02	2,691.04	3,037.33	3,487.28	4,040.96
<b>负债和股东权益</b>	4,392.02	4,721.71	5,516.06	6,407.73	7,334.94

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,612.13	2,834.08	3,772.70	4,474.02	5,248.61
同比(%)	15.77%	8.50%	33.12%	18.59%	17.31%
归属母公司净利润	311.39	358.95	453.54	557.20	660.94
同比(%)	19.28%	15.27%	26.35%	22.86%	18.62%
毛利率(%)	36.23%	36.79%	34.91%	36.22%	36.98%
ROE%	13.8%	14.2%	15.8%	17.1%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.84	1.06	1.30	1.54
P/E	40.05	34.74	27.50	22.38	18.87
P/B	5.26	4.63	4.11	3.58	3.09
EV/EBITDA	27.30	23.15	18.71	15.62	13.49

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	2,612.13	2,834.08	3,772.70	4,474.02	5,248.61
营业成本	1,665.71	1,791.47	2,455.82	2,853.47	3,307.71
营业税金及附加	8.48	8.55	12.01	14.09	15.75
销售费用	98.28	103.98	98.09	149.60	173.20
管理费用	466.55	234.36	301.82	371.34	435.63
研发费用	0.00	301.63	369.72	425.03	523.86
财务费用	-13.39	-17.41	-18.83	-17.40	-12.95
减值损失合计	22.63	13.95	24.46	28.52	29.93
投资净收益	0.52	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.41	33.29	24.33	28.80	26.56
<b>营业利润</b>	379.80	430.84	553.95	678.16	802.03
营业外收支	11.57	14.42	12.38	12.79	13.20
<b>利润总额</b>	391.38	445.26	566.33	690.96	815.23
所得税	45.94	41.36	59.54	68.41	75.00
<b>净利润</b>	345.43	403.90	506.79	622.55	740.23
少数股东损益	34.04	44.95	53.25	65.35	79.29
<b>归属母公司净利润</b>	311.39	358.95	453.54	557.20	660.94
EBITDA	456.74	538.67	666.56	798.40	924.42
EPS(当年)(元)	0.73	0.84	1.06	1.30	1.54

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	185.73	121.71	260.67	365.08	396.70
净利润	345.43	403.90	506.79	622.55	740.23
折旧摊销	82.51	93.11	100.24	107.44	109.19
财务费用	-17.14	0.30	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.52	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-244.47	-389.67	-370.33	-391.57	-481.03
其它	19.92	14.06	23.98	26.66	28.31
<b>投资活动现金流</b>	-70.61	-100.95	-141.37	-98.89	-139.97
资本支出	-93.26	-100.95	-141.37	-98.89	-139.97
长期投资	5.52	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.14	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-112.42	-116.41	-107.25	-107.25	-107.25
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	116.02	116.41	107.25	107.25	107.25
<b>现金流净增加额</b>	1.18	-94.35	12.05	158.95	149.47

## 研究团队简介

**李勇鹏**，军工行业首席分析师。毕业于北京理工大学固体力学系，先后于中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院就职近7年，从事民用飞机设计、航天运输系统领域规划、项目预先研究及技术攻关等工作，曾参与 C919、庞巴迪 C 系列等民用客机设计，以及航天领域多项重大工程研究攻关。2015 年 9 月至 2017 年 8 月就职于民生证券，从事机械行业研究。2017 年 9 月加入信达证券从事军工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。