

七一二

603712

审慎增持 (维持)

军工信息化推动公司高速增长 高比例研发投入奠定行业龙头地位

2020年03月18日

市场数据

市场数据日期	2020-03-17
收盘价(元)	24.50
总股本(百万股)	772.00
流通股本(百万股)	366.44
总市值(百万元)	18914.00
流通市值(百万元)	8977.78
净资产(百万元)	2558.27
总资产(百万元)	5464.69
每股净资产	3.31

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2141	2783	3395	4074
同比增长(%)	31.7%	30.0%	22.0%	20.0%
净利润(百万元)	345	499	636	788
同比增长(%)	53.5%	44.5%	27.3%	24.1%
毛利率	46.6%	47.6%	47.8%	48.0%
净利率	16.1%	17.9%	18.7%	19.4%
净资产收益率(%)	13.5%	16.3%	17.6%	18.3%
每股收益(元)	0.45	0.65	0.82	1.02
每股经营现金流(元)	0.29	0.34	0.40	0.41

相关报告

投资要点

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

张亚滨

zhangyabin@xyzq.com.cn

S0190520010001

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

团队成员: 石康、张亚滨、黄艳、
李博彦、李雅哲

- 公司发布 2019 年年报: 公司实现营收 21.41 亿元, 同比增长 31.69%; 实现归母净利润 3.45 亿元, 同比增长 53.52%; 扣非后归母净利润 3.23 亿元, 同比增长 115.48%; 经营活动产生的现金流量净额 2.21 亿元, 同比增长 83.56%; 加权平均净资产收益率 14.37%, 同比增加 3.57 个百分点。公司以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元 (含税)。
- 2019 年公司营收增速相比过去两年大幅上升, 主要原因是在国防信息化建设的大背景下, 军队体制编制调整落地后, 信息化装备加速补偿式采购; 同时公司的研发项目逐步落地形成销售业绩。展望未来, 国防信息化建设仍是武器装备建设的重中之重, 信息化装备增速有望长期高于装备增速和军费增速。专用无线通信终端产品和系统产品是我们的核心业务, 公司向系统集成方向发展的战略取得成果。2019 年, 公司专用无线通信终端产品收入达 13.71 亿元, 占营业收入比例达 64.06%, 同比增长 20.24%; 系统产品收入达 6.17 亿元, 占营业收入比例达 28.84%。同比增长 59.24%。
- 2019 年公司毛利率 46.59%, 同比增加 0.55 个百分点; 净利率 16.13%, 同比增加 2.29 个百分点, ROE 为 14.37%, 同比增加 3.57 个百分点。2019 年, 公司专用无线通信终端产品、系统产品和其他产品的毛利率达 44.64%、54.49%、25.54%, 同比增加 2.29、6.17、3.88 个百分点, 系统产品盈利能力逐渐回升。公司经营效率显著提高, 期间费用率明显下降。2019 年公司期间费用 6.70 亿元, 同比增长 13.70%, 占营业收入比例 31.29%, 同比下降 4.95 个百分点, 主要原因是公司加大成本费用控制力度。2015-2019 年, 公司持续加大研发投入, 研发投入占营业收入比例从 19.29% 增长到 22.11%。
- 2019 年全年, 公司应收账款、票据和应收款项融资合计 18.20 亿元, 同比增长 18.98%; 存货 23.60 亿元, 同比增长 24.53%, 主要原因是原材料和在产品的增加。公司应收账款周转率 1.66 次, 同比增加 0.17 次, 存货周转率 0.54 次, 同比增加 0.01 次, 营运能力基本保持稳定。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额 2.21 亿元, 同比增长 83.56%, 主要原因是公司销售回款及预收账款较同期增长。
- 我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 27.83/33.95/40.74 亿元, 归母净利润分别为 4.99/6.36/7.88 亿元, EPS 分别为 0.65/0.82/1.02 元/股, 对应 3 月 17 日收盘价 PE 为 37.9/29.8/24.0 倍, 首次覆盖, 给予“审慎增持”评级。

风险提示: 产品研发进度不及预期, 客户采购进度不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

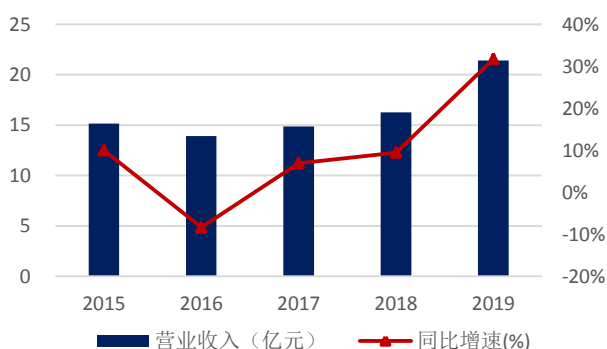
- 公司发布 2019 年年报：公司实现营收 21.41 亿元，同比增长 31.69%；实现归母净利润 3.45 亿元，同比增长 53.52%；扣非后归母净利润 3.23 亿元，同比增长 115.48%；经营活动产生的现金流量净额 2.21 亿元，同比增长 83.56%；加权平均净资产收益率 14.37%，同比增加 3.57 个百分点。公司以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税）。

点评

● 信息化建设+补偿式采购推动公司高速增长

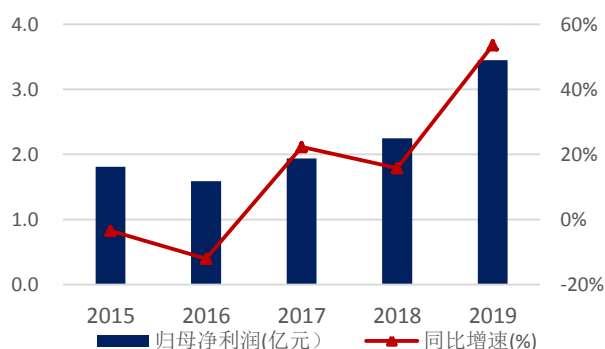
2019 年公司实现营业收入 21.41 亿元，同比增长 31.69%，相比过去两年营收增速大幅上升，主要原因是在国防信息化建设的大背景下，军队体制编制调整落地后，信息化装备加速补偿式采购；同时公司的研发项目逐步落地形成销售业绩。公司在军用无线通信领域，尤其是在航空超短波无线通信领域占据行业龙头地位，随着军队体制改革的逐步落地，公司坚持向系统集成、多兵种协同方向发展，在各军兵种现有产品的基础上展开综合设计和规划，陆军、海军、空军、火箭军等多个项目取得实效进展，公司的核心技术优势和行业地位进一步显现。在民用无线通信领域，公司积极参与中国铁路总公司、各铁路局集团公司和各城市轨道交通集团公司组织的招标项目，进一步扩大影响力和市场份额。展望未来，国防信息化建设仍是武器装备建设的重中之重，信息化装备增速有望长期高于装备增速和军费增速。受益于此，公司作为军用无线通信领域的龙头企业，未来有望保持高速增长。

图 1、2015-2019 年公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2015-2019 年公司归母净利润及同比增速

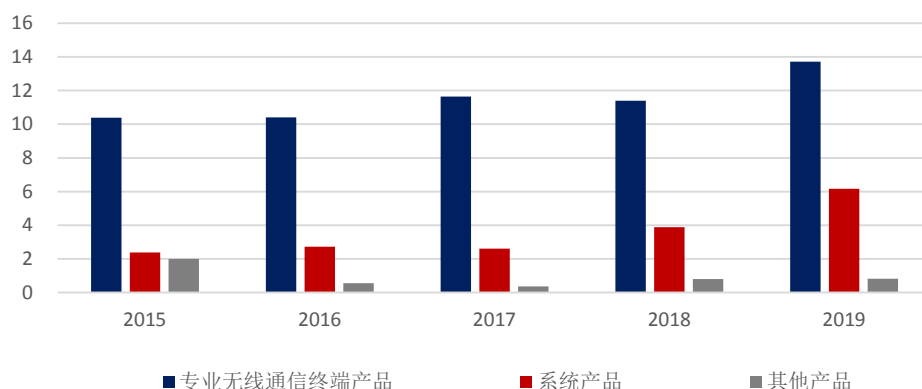


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

专用无线通信终端产品和系统产品是公司的核心业务，公司向系统集成方向发展的战略取得成果。2019 年，公司专用无线通信终端产品收入达 13.71 亿元，占营业收入比例达 64.06%，同比增长 20.24%；系统产品收入达 6.17 亿元，占营业收入

入比例达 28.84%。同比增长 59.24%。

图 3、2015-2019 年公司各业务营业收入（亿元）

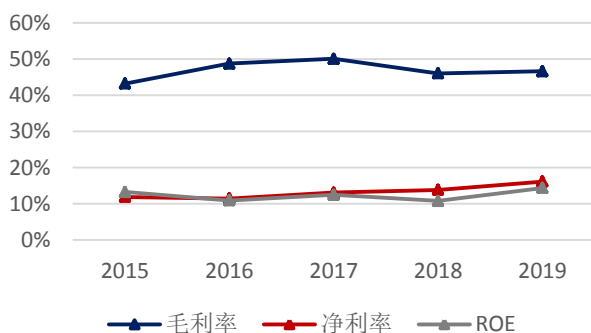


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利能力稳中有升，研发投入比例较大

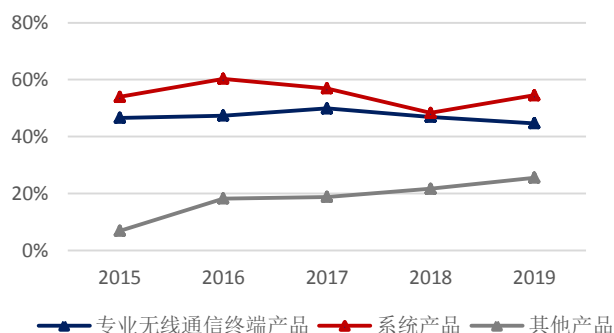
2019 年公司毛利率 46.59%，同比增加 0.55 个百分点；净利润率 16.13%，同比增加 2.29 个百分点，ROE 为 14.37%，同比增加 3.57 个百分点。2019 年，公司专用无线通信终端产品、系统产品和其他产品的毛利率达 44.64%、54.49%、25.54%，同比增加-2.29、6.17、3.88 个百分点，系统产品盈利能力逐渐回升。

图 4、2015-2019 年公司毛利率、净利率和 ROE(%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2015-2019 年公司各业务毛利率(%)

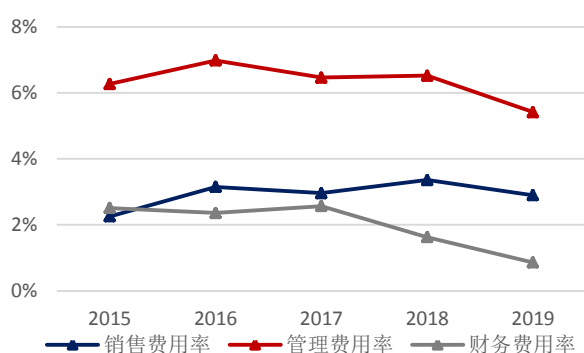


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司经营效率显著提高，期间费用率明显下降。2019 年公司期间费用 6.70 亿元，同比增长 13.70%，占营业收入比例 31.29%，同比下降 4.95 个百分点，主要原因是公司加大成本费用控制力度。其中销售费用 6201.05 万元，同比增长 13.39%，占营业收入比例 2.90%，同比下降 0.46%；管理费用 1.16 亿元，同比增长 9.57%，占营业收入比例 5.41%，同比下降 1.11%；财务费用 1843.67 万元，同比下降 30.38%，占营业收入比例 0.86%，同比下降 0.77%；研发费用 4.73 亿元，同比增长 17.73%，占营业收入比例 22.11%，同比下降 2.63%。

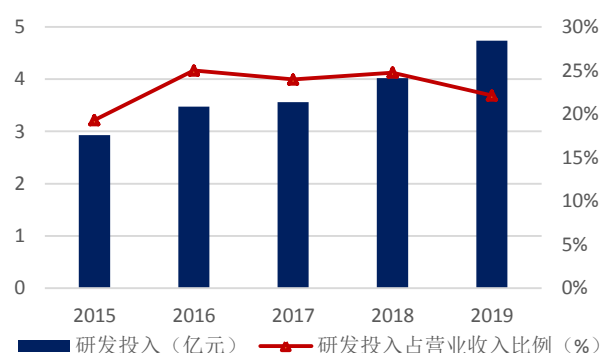
2015-2019 年，公司持续加大研发投入，研发投入占营业收入比例从 19.29% 增长到 22.11%，研发人员数量占公司总人数的比例达 40.55%，高额研发投入为公司的技术领先与创新提供了持续的动力。截至 2019 年底，公司正在进行三百余项项目的研发工作，主要项目涵盖综合通信系统、嵌入式训练系统、武器协同数据链端机、联战改进完善项目、救生系统和设备、创新工程（一期）用户段和地面段分系统、LTE 双模列尾车载台、地铁轻轨无人驾驶通信电台、乘客应急调度系统、粉尘噪声在线监测系统、烟气排放连续监测系统等各个领域。公司获得了多项专利技术，形成了大量的自主研发成果。公司及子公司共拥有 88 项发明专利，163 项实用新型专利，120 项外观设计专利。

图 6、2015-2019 年公司三费费率（%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2015-2019 年公司研发投入及占营收比例



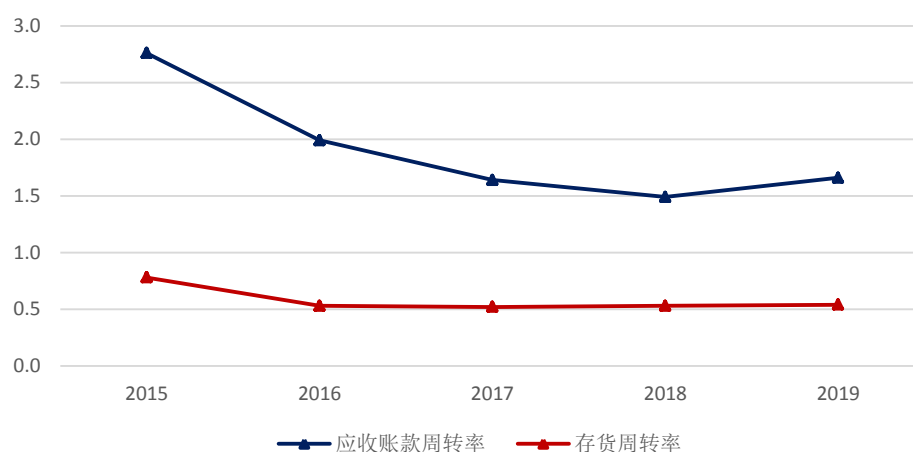
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司归母净利润增速 53.53%，显著小于扣非后归母净利润增速，主要原因是去年同期公司非经常性损益较大。2019 年公司非经常性损益 2221.56 万元，相比去年减少 5276.56 万元，主要原因是公司获得的政府补助大幅减少。公司 2019 年获得政府补助 1810.15 万元，同比减少 5426.56 万元。

● 营运能力基本保持稳定

2019 年全年，公司应收账款、票据和应收款项融资合计 18.20 亿元，同比增长 18.98%；存货 23.60 亿元，同比增长 24.53%，主要原因是原材料和在产品的增加。公司应收账款周转率 1.66 次，同比增加 0.17 次，存货周转率 0.54 次，同比增加 0.01 次，营运能力基本保持稳定。2019 年，公司资产负债率 53.19%，同比增加 0.80 个百分点；公司上市后，资产负债率保持在 50% 水平，资产结构稳定。

图 8、2015-2019 年公司应收账款周转率和存货周转率（次）

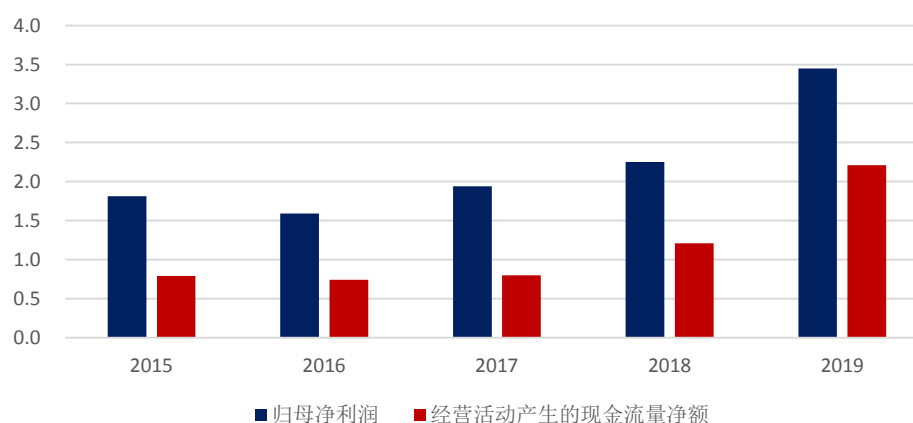


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营性现金流大幅增加，现金流情况整体较好

2019 年公司经营活动产生的现金流量净额 2.21 亿元，同比增长 83.56%，主要原因是公司销售回款及预收账款较同期增长；投资活动产生的现金流量净额-6288.25 万元，同比减少 4585.59 万元，主要原因是公司本期添置设备支出大幅增长；筹资活动产生的现金流量净额-1.61 亿元，同比减少 2.50 亿元，主要原因是公司现金流较好，融资需求降低。

图 9、2014-2019 年公司经营性现金流量净额与归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 27.83/33.95/40.74 亿元，归母净利润分别为 4.99/6.36/7.88 亿元，EPS 分别为 0.65/0.82/1.02 元/股，对应 3 月 17 日收盘价 PE 为 37.9/29.8/24.0 倍，首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

● 风险提示

产品研发进度不及预期，客户采购进度不及预期。

附表

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
流动资产	4748	5900	7170	8553					
货币资金	530	743	917	1081					
交易性金融资产	0	0	0	0					
应收账款	1412	1783	2186	2625					
其他应收款	14	54	51	67					
存货	2360	2773	3367	4083					
非流动资产	717	684	631	587					
可供出售金融资产	0	0	0	0					
长期股权投资	47	46	46	46					
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产	555	533	504	471					
在建工程	24	12	6	3					
油气资产	0	0	0	0					
无形资产	53	51	49	47					
资产总计	5465	6584	7800	9140					
流动负债	2845	3565	4283	5004					
短期借款	320	346	380	397					
应付票据	228	279	343	409					
应付账款	1409	1766	2157	2573					
其他	888	1175	1402	1626					
非流动负债	62	-38	-100	-176					
长期借款	44	-38	-112	-186					
其他	18	0	12	10					
负债合计	2906	3527	4182	4829					
股本	772	772	772	772					
资本公积	935	935	935	935					
未分配利润	754	1204	1702	2318					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2558	3057	3618	4311					
负债及权益合计	5465	6584	7800	9140					

现金流量表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	345	499	636	788
折旧和摊销	46	43	43	44
资产减值准备	0	26	-5	9
无形资产摊销	8	8	8	8
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	22	21	13	6
投资损失	-11	-9	-10	-10
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-189	-287	-393	-518
经营活动产生现金流	221	262	305	315
投资活动产生现金流	-63	5	4	5
融资活动产生现金流	-161	-54	-134	-156
现金净变动	-3	213	174	164
现金的期初余额	453	530	743	917
现金的期末余额	450	743	917	1081

利润表					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
营业收入	2141	2783	3395	4074					
营业成本	1143	1460	1772	2119					
营业税金及附加	5	6	7	9					
销售费用	62	78	90	106					
管理费用	116	729	890	1059					
财务费用	18	21	13	6					
资产减值损失	0	0	0	0					
公允价值变动	0	0	0	0					
投资收益	11	9	10	10					
营业利润	340	499	633	786					
营业外收入	2	0	0	0					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	343	499	633	786					
所得税	-3	-0	-3	-3					
净利润	345	499	636	788					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	345	499	636	788					
EPS(元)	0.45	0.65	0.82	1.02					

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	31.7%	30.0%	22.0%	20.0%
营业利润增长率	52.2%	46.6%	26.9%	24.1%
净利润增长率	53.5%	44.5%	27.3%	24.1%
盈利能力				
毛利率	46.6%	47.6%	47.8%	48.0%
净利率	16.1%	17.9%	18.7%	19.4%
ROE	13.5%	16.3%	17.6%	18.3%

偿债能力(%)				
资产负债率	53.2%	53.6%	53.6%	52.8%
流动比率	1.67	1.65	1.67	1.71
速动比率	0.84	0.88	0.89	0.89

营运能力(次)				
资产周转率	42.0%	46.2%	47.2%	48.1%
应收账款周转率	162.5%	172.8%	169.1%	167.6%

每股资料(元)				
每股收益	0.45	0.65	0.82	1.02
每股经营现金	0.29	0.34	0.40	0.41
每股净资产	3.31	3.96	4.69	5.58

估值比率(倍)				
PE	54.8	37.9	29.8	24.0
PB	7.4	6.2	5.2	4.4

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：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
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