

2019 年 10 月 23 日

前三季度业绩小幅增长，看好军用无人机业务

航天彩虹(002389.SZ)

※事件：公司公告了 2019 年三季报，前三季度实现营业收入 16.90 亿元，同比上升 12.37%，实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 5.54%，对应每股收益 0.09 元。

※点评：

(1) 公司前三季度营业收入同比上升 12.37%，主要系无人机业务增加所致。其中 Q3 实现 6.03 亿元，同比增长 6.55%；

(2) 公司前三季度归母净利润同比增长 5.54%，其中 Q3 实现 0.52 亿元，同比微降 2.04%。归母净利润增速低于营收增速的主要原因包括：a) 报告期内销售费用同比增加 49.82%，主要系公司加大市场开拓力度，扩大相关必要投入所致；b) 报告期内财务费用同比增加 27.19%，主要系公司为满足日常经营拓展融资渠道所致；c) 报告期内信用减值损失同比增加 95.23%，主要系膜业务以及民用无人机业务业绩增长，应收账款增加，应收账款信用减值损失计提增加所致；d) 报告期内投资收益同比减少 110.12%，主要系本期理财产品收益减少所致；

(3) 在资产负债方面，a) 报告期内货币资金较年初减少 33.20%，主要系无人机军贸项目货款尚未结算、新增固定资产投资所致；b) 报告期内应收账款较年初增加 29.21%，主要系本期部分无人机军贸项目应收款增加所致；c) 报告期内存货较年初增加 40.88%，主要系无人机项目备货增加和客户订单波动导致的膜业务产成品存货的增加所致；d) 报告期内开发支出较年初增加 38.04%，主要系公司研发项目持续投入所致；

(4) 在现金流方面，报告期内经营活动现金流净额同比增加 67.85%，主要系本期销售商品收回的现金增加所致；

※改善薄膜业务经营，巩固传统业务优势

薄膜业务是公司传统主业，2019 年公司重点发力产品性价比、订单需求响应以及销售服务，通过巩固优质核心客户关系，同时维护发展新的大中型客户，稳定传统主业市场地位。在太阳能电池背材膜业务方面，公司在超薄、超厚双拉膜领域具备较高的技术水平，与国内主流背材客户关系良好。目前公司太阳能电池背材膜年产能 55,000 吨，年产 20,000 吨光学级聚酯薄膜项目可用于生产背材膜。在光学膜业务方面，公司年产 1.6 万吨光学膜涂布项目已批量供应关键客户；杭州南洋外资合作光学膜项目即将进入试生产阶段；控股子公司东旭成反射膜业务优势明显。

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：	10.41
股票代码：	002389
52 周最高价/最低价：	15.89/9.77
总市值(亿)	98.49
自由流通市值(亿)	62.11
自由流通股数(百万)	597



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

※战略收购无人机业务，位居全球市场前列。2017 年，公司通过反向收购无人机制造公司（彩虹公司、神飞公司）进入无人机领域。“彩虹”系列无人机是公司旗舰产品，目前订单稳定，饱和生产，并成功输出至海外，出口数量及金额位居国内前列。同时，各类新型无人机产品研制进展顺利，2019 年公司陆续开展 CH-7、CH-4、超近程无人机、无人直升机、高速靶机等新型项目，在国内外位居领先水平，为公司形成长期的竞争优势。在今后的信息化作战环境中，无人机在侦察、打击等方面扮演重要角色，公司拥有多类中大型无人机整机以及配套空地导弹研制能力，可有效满足未来侦察打击一体化的无人机需求。

※投资建议：考虑到公司无人机业务饱满，未来有望持续增长，同时公司传统薄膜业务行业地位保持稳定，我们预测公司 2019/20/21 年 EPS 分别为 0.35/0.45/0.53 元，对应 PE 为 29/23/20 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

※风险提示：无人机业务低于预期，宏观经济下行，传统薄膜业务行业竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1446.74	2718.85	3238.96	3697.60	4290.70
YoY (%)	19.19%	87.93%	19.13%	14.16%	16.04%
归母净利润(百万元)	186.70	241.80	334.72	426.87	502.32
YoY (%)	51.46%	29.51%	38.43%	27.53%	17.68%
毛利率 (%)	29.97%	27.67%	28.98%	29.54%	29.24%
每股收益 (元)	0.20	0.26	0.35	0.45	0.53
ROE	3.11%	3.34%	5.13%	6.17%	6.80%
市盈率	52.96	47.35	29.42	23.07	19.61

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	2718.85	3238.96	3697.60	4290.70	净利润	263.67	369.92	471.76	555.15
YoY (%)	87.93%	19.13%	14.16%	16.04%	折旧和摊销	264.08	511.60	511.60	508.18
营业成本	1966.54	2300.31	2605.33	3036.10	营运资金变动	287.24	-20.50	507.85	118.24
营业税金及附加	22.34	26.61	30.38	35.25	经营活动现金流	-19.62	927.39	477.66	932.84
销售费用	57.31	72.11	82.32	95.53	资本开支	122.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	202.22	372.80	415.24	477.13	投资	159.31	-551.14	-22.79	-408.97
财务费用	37.66	12.89	-9.72	-25.46	投资活动现金流	238.37	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	34.44	19.04	19.04	19.04	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	9.16	0.00	0.00	0.00	债务募资	1025.92	-472.19	0.00	0.00
营业利润	312.87	435.20	555.01	653.11	筹资活动现金流	-29.73	-498.74	-10.94	-0.93
营业外收支	-11.60	0.00	0.00	0.00	现金净流量	189.02	428.65	466.72	931.90
利润总额	301.27	435.20	555.01	653.11	主要财务指标				
所得税	37.60	65.28	83.25	97.97	成长能力				
净利润	263.67	369.92	471.76	555.15	营业收入增长率	87.93%	19.13%	14.16%	16.04%
归属于母公司净利润	241.80	334.72	426.87	502.32	净利润增长率	17.79%	60.94%	27.53%	17.68%
YoY (%)	29.51%	38.43%	27.53%	17.68%	盈利能力				
每股收益	0.26	0.35	0.45	0.53	毛利率	27.67%	28.98%	29.54%	29.24%
资产负债表（百万元）					净利率	8.45%	11.42%	12.76%	12.94%
货币资金	292.65	721.30	1188.02	2119.92	总资产收益率 ROA	3.55%	5.88%	6.51%	7.11%
预付款项	2017.16	1638.38	2533.72	2308.24	净资产收益率 ROE	3.34%	5.13%	6.17%	6.80%
存货	501.93	722.99	664.35	952.38	偿债能力				
其他流动资产	209.53	209.53	209.53	209.53	流动比率	2.29	4.62	4.39	5.61
流动资产合计	3021.27	3292.20	4595.61	5590.07	速动比率	1.75	3.31	3.56	4.44
长期股权投资	11.93	11.93	11.93	11.93	现金比率	0.22	1.01	1.14	2.13
固定资产	2382.41	2040.46	1698.50	1356.55	资产负债率	17.15%	9.61%	12.77%	11.51%
无形资产	2102.68	1934.21	1765.74	1597.26	经营效率				
非流动资产合计	4659.83	4129.19	3598.56	3071.34	总资产周转率	0.35	0.44	0.45	0.50
资产合计	7681.11	7421.39	8194.17	8661.41	每股指标（元）				
短期借款	472.19	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.22	0.35	0.45	0.53
应付账款及票据	807.11	662.99	1002.05	938.29	每股净资产	6.57	6.90	7.32	7.81
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	-0.02	0.98	0.50	0.99
流动负债合计	1317.23	713.01	1046.45	996.69	每股股利	0.02	0.03	0.03	0.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	47.35	29.42	23.07	19.61
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	PB	1.58	1.51	1.42	1.33
负债合计	1317.23	713.01	1046.45	996.69					
股本	946.06	946.06	946.06	946.06					
少数股东权益	149.79	184.99	229.88	282.70					
股东权益合计	6368.38	6712.88	7152.23	7669.23					
负债和股东权益合计	7681.11	7421.39	8194.17	8661.41					

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。