

凯乐科技 (600260.SH)

三季度业绩增速较快，现金流持续改善，看好发展前景

核心观点:

- **公司业绩稳健增长，第三季度增速较快，整体毛利率有望持续提升**
公司发布 2019 年三季报，19 年前三季度实现营收 115.68 亿元（同比-2.44%），实现归母净利润 9.68 亿元（同比+14.82%），其中第三季度实现归母净利润 3.02 亿元（同比+32.55%），增速较快。公司整体毛利率为 14.86%，同比+0.17pct；第三季度整体毛利率同比+1.96pct，我们推测主要受益于毛利率较高的专网通信多环节制造业务结算比例加大，考虑到公司已停止接单后端加工业务，且在手的后端业务订单已逐步结算，我们预计第四季度公司多环节业务营收占比将继续提高，整体毛利率有望提升。
- **经营性现金流持续改善，财务杠杆大幅降低，期间费用控制有效**
公司前三季度经营性净现金流同比+93%，主要是由于专网通信产品后端加工业务减少以及调整预付款支付方式带来的预付款减少。受益于公司经营性现金流持续改善，公司财务结构更加健康，资产负债率由年初的 72.70% 降至 58.64%。费用方面，公司期间费用同比-9%，其中财务费用同比-70%，主要是由于借款减少；研发费用同比+273%，主要是由于公司成立两大研究院，加大了专网通信产品的研发投入，以及核算方式发生变化；销售费用同比-53%，主要是由于传统产品销售费用减少。此外，处置子公司带来的投资收益增加 3018 万元，信用及资产减值损失减少 1089 万元。
- **专网通信结构优化稳步增长，量子保密通信有望成为新增长点**
公司加快布局自主网+专网等产品自主销售，产品结构进一步改善，短期看收入规模受到影响，但毛利率将持续提升，支撑公司业绩稳步增长。量子保密通信方面，公司量子保密通信产品已实现量产，并签订相关产品订单，有望成为公司新的业绩增长点。
- **投资建议与盈利预测**
预计公司 19-21 年归母净利润为 11.10/13.96/17.55 亿元，对应当前股价 PE 为 13/10/8 倍。公司聚焦大通信产业布局，积极拓展新业务领域，看好公司专网业务前景，多环节产品收入增加带来毛利率提升，量子保密通信产品开始贡献业绩，原材料采购付款方式改变将改善公司现金流。维持 23.63 元/股的合理价值不变，对应 19 年 21xPE 估值，维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 军品订单和交付周期具有不确定性；专网订单结构变化导致毛利率水平波动；国家和地方量子保密通信网络建设进度低于预期。

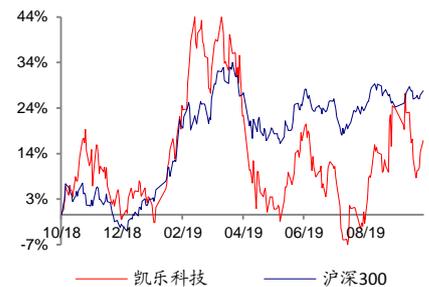
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,138	16,958	15,823	12,696	14,946
增长率(%)	79.8	12.0	-6.7	-19.8	17.7
EBITDA(百万元)	1,408	1,754	1,931	2,227	2,683
净利润(百万元)	740	905	1,110	1,396	1,755
增长率(%)	305.9	22.3	22.6	25.8	25.8
EPS(元/股)	1.04	1.27	1.11	1.39	1.75
市盈率(P/E)	27.90	13.41	12.74	10.13	8.06
市净率(P/B)	4.39	2.19	2.17	1.79	1.46
EV/EBITDA	17.72	8.31	7.84	5.39	3.98

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	14.13 元
合理价值	23.63 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-28

相对市场表现



分析师: 赵炳楠
SAC 执证号: S0260516070004
SFC CE No. BOF532
010-59136613
zhaobingnan@gf.com.cn

相关研究:

凯乐科技(600260.SH):设立 2019-09-25
应急通信子公司,大通信布局
积极展开

凯乐科技(600260.SH):业绩 2019-04-28
稳增长,现金流持续改善,看
好发展前景

凯乐科技(600260.SH):专网 2019-04-04
通信业务发力,处于发展快
车道

联系人: 袁晓宣 010-59136613
yuanxiaoxuan@gf.com.cn

联系人: 李炼 021-60750604
gflilian@gf.com.cn

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15,696	18,830	18,321	15,597	18,946	经营活动现金流	157	1,637	1,735	3,263	1,369
货币资金	739	1,465	2,487	3,693	5,015	净利润	806	916	1,123	1,412	1,776
应收及预付	11,482	13,383	12,420	9,270	10,898	折旧摊销	106	100	93	95	96
存货	2,833	3,324	2,794	2,066	2,428	营运资金变动	-1,217	55	284	1,616	-588
其他流动资产	642	658	620	568	605	其它	462	567	235	140	85
非流动资产	2,922	2,907	2,784	2,701	2,606	投资活动现金流	-246	-64	-10	-37	-23
长期股权投资	254	231	231	231	231	资本支出	-124	-78	-10	-37	-23
固定资产	865	897	822	746	671	投资变动	-135	-11	0	0	0
在建工程	73	98	108	125	139	其他	13	25	0	0	0
无形资产	131	148	130	130	120	筹资活动现金流	279	-1,409	-703	-2,021	-24
其他长期资产	1,600	1,533	1,493	1,468	1,446	银行借款	-514	-1,056	-428	-1,939	0
资产总计	18,618	21,737	21,105	18,297	21,553	股权融资	1,001	99	0	0	0
流动负债	11,937	15,381	13,748	9,528	11,007	其他	-208	-452	-275	-82	-24
短期借款	3,289	2,367	1,939	0	0	现金净增加额	190	164	1,022	1,206	1,322
应付及预收	6,443	10,699	9,591	7,564	8,902	期初现金余额	304	494	1,465	2,487	3,693
其他流动负债	2,205	2,315	2,218	1,964	2,105	期末现金余额	494	660	2,487	3,693	5,015
非流动负债	1,562	421	421	421	421						
长期借款	338	393	393	393	393						
应付债券	1,195	0	0	0	0						
其他非流动负债	29	28	28	28	28						
负债合计	13,499	15,802	14,169	9,949	11,428						
股本	709	715	1,001	1,001	1,001						
资本公积	2,111	2,195	1,909	1,909	1,909						
留存收益	1,878	2,711	3,707	5,102	6,857						
归属母公司股东权益	4,702	5,539	6,526	7,922	9,677						
少数股东权益	416	396	410	426	447						
负债和股东权益	18,618	21,737	21,105	18,297	21,553						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,138	16,958	15,823	12,696	14,946
营业成本	13,386	14,395	13,065	9,659	11,353
营业税金及附加	40	55	52	41	49
销售费用	132	111	111	114	127
管理费用	167	184	179	178	202
研发费用	111	558	579	571	628
财务费用	433	517	374	337	341
资产减值损失	30	97	82	58	62
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	6	0	0	0
营业利润	848	1,052	1,381	1,737	2,185
营业外收支	73	75	0	0	0
利润总额	921	1,126	1,381	1,737	2,185
所得税	115	211	258	325	409
净利润	806	916	1,123	1,412	1,776
少数股东损益	67	11	13	17	21
归属母公司净利润	740	905	1,110	1,396	1,755
EBITDA	1,408	1,754	1,931	2,227	2,683
EPS (元)	1.04	1.27	1.11	1.39	1.75

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	79.8%	12.0%	-6.7%	-19.8%	17.7%
营业利润增长	224.7%	24.0%	31.3%	25.8%	25.8%
归母净利润增长	305.9%	22.3%	22.6%	25.8%	25.8%
获利能力					
毛利率	11.6%	15.1%	17.4%	23.9%	24.0%
净利率	5.3%	5.4%	7.1%	11.1%	11.9%
ROE	15.7%	16.3%	17.0%	17.6%	18.1%
ROIC	12.4%	16.4%	19.3%	28.9%	32.6%
偿债能力					
资产负债率	72.5%	72.7%	67.1%	54.4%	53.0%
净负债比率	27.1%	18.0%	16.5%	8.5%	7.2%
流动比率	1.31	1.22	1.33	1.64	1.72
速动比率	0.26	0.22	0.33	0.57	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.84	0.74	0.64	0.75
应收账款周转率	10.09	11.29	11.29	11.29	11.29
存货周转率	4.88	4.68	4.68	4.68	4.68
每股指标 (元)					
每股收益	1.04	1.27	1.11	1.39	1.75
每股经营现金流	0.22	2.29	1.73	3.26	1.37
每股净资产	6.63	7.75	6.52	7.92	9.67
估值比率					
P/E	27.90	13.41	12.74	10.13	8.06
P/B	4.39	2.19	2.17	1.79	1.46
EV/EBITDA	17.72	8.31	7.84	5.39	3.98

广发军工行业研究小组

赵炳楠：资深分析师，哈尔滨工业大学工学学士和硕士，6年以上军工企业工作经历，4年以上证券从业经历，2015年进入广发证券发展研究中心。

袁晓宣：联系人，海军工程大学国防经济学学士和硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

李炼：联系人，同济大学管理学硕士、同济大学机械设计制造及其自动化学士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。