

证券研究报告

公司研究——季报点评

四创电子（600990.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2019.04.03

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

《强者恒强，国内雷达龙头军民业务齐发力》18.04

《业绩符合预期，子公司业绩增长强劲》18.05

《20180828【信达军工】四创电子中报点评：雷达回暖机动保障装备增长加速，毛利率下滑属短期因素》18.08

《【信达军工】四创电子事项点评：中标 6.37 亿合肥“雪亮工程”建设项目，平安城市业务恢复增长》18.10

《【信达军工】四创电子 2018 年报点评：航管、气象雷达收入大增，智慧产业异地扩张，关注未来资本运作节奏》19.04

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

四创电子 1 季报点评：毛利率回升、母公司收入大增，业务复苏迹象延续

2019 年 05 月 08 日

事件：2019 年 4 月 27 日四创电子发布 2019 年 1 季报，实现营业收入 2.99 亿元，同比增 2.12%；实现归属母净利润-0.58 亿元（同比+1.98%）；实现扣非后归母净利润-0.63 亿元。基本每股收益-0.3629 元。

点评：

- **整体营收略增，母公司收入大增 61.25%。**公司 19 年 1 季度实现收入 2.99 亿，同比略增 2.12%；母公司收入 1.81 亿，同比大增 61.25%，增速为近 3 年来同期最高。母公司收入规模虽非近年来高点，但同比增速为近 4 年来最高值，结合 18 年年报母公司雷达业务高增长趋势，我们认为四创电子母公司所属气象、航管雷达业务延续向好趋势。同时由于公司安全电子板块项目预付货款及劳务增加所致，预付款项较同期增长 41.41%，我们认为公司安全电子业务在 18 年显示出毛利率改善情况下，预付款增加或预示公司安全电子业务收入也即将恢复增长。
- **毛利率延续回升趋势，管理及财务费用占比有所提升。**公司营业成本占比下降，毛利率较去年同期提升 4.72pct，延续近年来毛利率持续提升趋势，我们认为公司毛利率回升趋势或将延续，带动未来公司盈利能力回升。公司管理费用有所增加，管理费用加研发费用合计同比增加 4.11pct，同时财务费用提升 0.99pct，因此造成毛利率提升同时净利率暂未明显改善。
- **现金流情况现改善迹象，有息负债规模持续下降。**2019 年 1 季度公司现金流情况较上年同期也有所改善，本期在收入增长情况下经营活动现金流净流出额较上年同期有所收窄，本期销售商品收到现金/营业收入为 210.79%，也为近几年同期短期借款最高，现金流出现初步改善迹象。同时公司有息负债规模持续下降，公司主要有息负债为短期借款，本期短期借款资产占比 16.99%，较上一报告期继续下降，且也为同期短期借款占比最低水平。随着现金流情况持续改善，公司负债压力也将继续减小。
- **资本运作平台地位凸显。**博微子集团作为中国电科二级成员单位，统一管理 8 所、16 所、38 所以及 43 所。这些研究所分别拥有国内顶级的光传感技术、低温电子技术、国防高科技电子装备和微电子技术。四创电子作为博微子集团的唯一上市平台，在军工资产证券化的背景下，公司在中电博微子集团资本运作平台地位或日趋明显。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2019-2021 年摊薄每股收益分别为 1.75 元、2.26 元、2.55 元。对应动态市盈率（股价 44.47 元）分别为 25.34、19.66 和 17.43 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**军品装备采购不及预期；空管设备国产化进度不及预期；公共安全产品规模扩张及转型不及预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	5,056.84	5,246.39	6,253.66	7,054.92	7,735.47
增长率 YoY %	66.0%	3.7%	19.2%	12.8%	9.6%
归属母公司净利润(百万元)	201.30	257.30	279.33	360.07	406.01
增长率 YoY%	55.50%	27.82%	8.56%	28.91%	12.76%
毛利率%	13.61%	14.95%	15.45%	15.51%	15.52%
净资产收益率 ROE%	12.2%	11.3%	11.1%	12.8%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	1.26	1.62	1.75	2.26	2.55
市盈率 P/E(倍)	35.16	27.51	25.34	19.66	17.43
市净率 P/B(倍)	3.29	2.96	2.68	2.38	2.11

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2019年5月7日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,303.29	4,913.19	5,139.18	5,968.13	6,841.53
货币资金	1,350.51	1,230.47	1,498.65	1,645.28	2,168.01
应收票据	229.41	347.42	229.51	363.05	340.98
应收账款	1,426.74	1,729.43	1,717.13	2,084.40	2,319.80
预付账款	52.80	29.80	42.76	53.35	51.66
存货	961.40	1,226.75	1,301.81	1,472.73	1,611.76
其他	282.43	349.32	349.32	349.32	349.32
非流动资产	2,148.32	2,534.27	2,636.40	2,714.02	2,760.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	585.87	807.57	877.94	966.24	965.54
无形资产	210.93	290.25	319.50	350.56	380.87
其他	1,351.51	1,436.45	1,438.96	1,397.22	1,414.37
资产总计	6,451.60	7,447.46	7,775.58	8,682.16	9,602.31
流动负债	4,079.78	4,538.79	4,608.28	5,173.65	5,705.60
短期借款	1,390.00	1,320.00	1,220.00	1,320.00	1,420.00
应付票据	645.15	674.13	729.80	867.86	946.91
应付账款	1,560.69	1,984.76	2,090.06	2,379.05	2,699.40
其他	483.94	559.90	568.42	606.74	639.29
非流动负债	200.99	497.27	497.27	497.27	497.27
长期借款	0.00	150.00	150.00	150.00	150.00
其他	200.99	347.27	347.27	347.27	347.27
负债合计	4,280.77	5,036.06	5,105.55	5,670.92	6,202.87
少数股东权益	19.28	21.65	28.01	36.21	45.45
归属母公司股东权益	2,151.55	2,389.75	2,642.02	2,975.03	3,353.98
负债和股东权益	6,451.60	7,447.46	7,775.58	8,682.16	9,602.31

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	5,056.84	5,246.39	6,253.66	7,054.92	7,735.47
同比(%)	66.0%	3.7%	19.2%	12.8%	9.6%
归属母公司净利润	201.30	257.30	279.33	360.07	406.01
同比(%)	55.50%	27.82%	8.56%	28.91%	12.76%
毛利率(%)	13.61%	14.95%	15.45%	15.51%	15.52%
ROE%	12.2%	11.3%	11.1%	12.8%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	1.26	1.62	1.75	2.26	2.55
P/E	35.16	27.51	25.34	19.66	17.43
P/B	3.29	2.96	2.68	2.38	2.11
EV/EBITDA	21.29	18.93	16.01	13.53	12.22

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,056.84	5,246.39	6,253.66	7,054.92	7,735.47
营业成本	4,368.75	4,462.16	5,287.75	5,961.02	6,535.21
营业税金及附加	16.93	19.91	23.73	26.77	29.35
销售费用	111.71	113.76	151.93	160.07	177.06
管理费用	251.23	195.89	233.50	211.65	216.59
研发费用	0.00	121.42	156.34	176.37	193.39
财务费用	32.70	45.60	45.80	41.64	43.03
减值损失合计	60.77	84.55	66.95	90.11	99.91
投资净收益	0.14	0.00	0.05	0.06	0.04
其他	24.15	85.41	28.32	29.81	29.06
营业利润	239.04	288.51	316.02	417.16	470.03
营业外收支	1.06	-1.07	10.24	3.41	4.19
利润总额	240.10	287.44	326.25	420.56	474.22
所得税	34.65	25.71	40.57	52.29	58.96
净利润	205.44	261.73	285.69	368.27	415.26
少数股东损益	4.14	4.44	6.36	8.20	9.24
归属母公司净利润	201.30	257.30	279.33	360.07	406.01
EBITDA	398.09	452.09	528.20	632.66	708.61
EPS(当年)(元)	1.26	1.62	1.75	2.26	2.55

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	23.39	132.37	691.15	352.36	718.75
净利润	205.44	261.73	285.69	368.27	415.26
折旧摊销	79.93	98.89	133.79	144.51	161.73
财务费用	78.06	65.76	68.16	67.58	72.65
投资损失	-0.14	0.00	-0.05	-0.06	-0.04
营运资金变动	-391.33	-308.74	144.72	-307.07	-18.63
其它	51.43	14.73	58.84	79.12	87.77
投资活动现金流	-231.01	-326.28	-227.75	-211.08	-196.31
资本支出	-262.12	-326.28	-227.80	-211.14	-196.34
长期投资	0.00	0.00	0.05	0.06	0.04
其他	31.11	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	239.09	82.43	-195.22	5.36	0.29
吸收投资	257.38	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	60.00	174.90	-100.00	100.00	100.00
支付利息或股息	75.89	87.52	95.22	94.64	99.71
现金流净增加额	31.46	-111.61	268.18	146.64	522.72

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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。