

投资评级 优于大市 维持

受益于雷达业务营收增长较快, 雷达产品成长空间大

股票数据

08月27日收盘价(元)	38.91
52周股价波动(元)	33.15-73.37
总股本/流通A股(百万股)	159/137
总市值/流通市值(百万元)	6194/5319

相关研究

《核心军品收购获批复, 长期受益于武器装备信息化》2017.01.19

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-15.4	-19.6	-26.5
相对涨幅 (%)	-12.1	-18.1	-15.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张恒晖

Tel: (021)23154172

Email: zhx10170@htsec.com

证书: S0850517110002

分析师: 蒋俊

Tel: (021)23154170

Email: jj11200@htsec.com

证书: S0850517010002

分析师: 刘磊

Tel: (010)50949922

Email: ll11322@htsec.com

证书: S0850516110001

联系人: 张宇轩

Tel: (021)23154172

Email: zyx11631@htsec.com

投资要点:

- **公司发布 18 年中报, 营收增长 25.97%, 归母净利润减亏 14.33%。**公司发布 18 年中报, 上半年实现营业收入 11.74 亿元, 同比增长 25.97%; 实现归母净利润为 -3703.18 万元, 同比减少亏损 14.33%; 扣非后净利润为 -4491.17 万元, 同比增加亏损 -289.36%。
- **2017 年外延并表后, 营收保持较好增长, 盈利能力稳健。**报告期内, 公司营业收入增长 25.97%, 达到 11.74 亿元规模, 主要是收购的子公司博微长安雷达产品和机动保障产品规模同比大幅增长。但增长的雷达产品主要集中于毛利率相对较低的配套产品, 因此导致利润增幅不能与营收增幅相匹配。此外, 2017 年半年报告期内, 财务并表的博微长安 1-4 月净利润为 -3853.01 万元作为非经常性损益。本报告期内, 博微长安净利润不再作为非经常性损益扣除, 因此, 2018 年上半年扣非后的净利润整体下降。报告期内, 公司每股收益为 -0.2326 元, 同比每股收益减少亏损 0.0451 元, 公司整体盈利能力稳健。
- **华耀电子营收和利润稳步增长, 积极发展能源产业。**子公司华耀电子 2018 年上半年营收为 2.33 亿元, 同比增加 4.79%; 净利润为 1833.19 万元, 同比增长 4.36%。华耀电子在民品领域继续发力, 积极推进军民融合。民用电源产品亮相俄罗斯莫斯科电子元器件展、美国芝加哥照明展等多个展会。华耀电子的电源产品主要为军工配套供电系统和模块电源、新能源电动汽车充电设备、工业控制电源和高压大功率医疗环保电源。公司将在自主可控基础电子板块中布局, 成为国内领先的电能转换、电能管理和智能控制系统设备提供商。此外, 根据公司 2018 年半年报, 公司继续保持能源产业优势。光伏业务领域尝试项目合作新模式, 与投资方合作承接项目的 EPC 总包; 并积极探索风力发电项目, 将尝试进入风电领域, 立足安徽, 重点开发广西、湖北、江西等地的风电资源。
- **受低毛利率产品营收增长较快的影响, 整体毛利率有所下滑。**报告期内, 公司雷达及雷达配套产品收入为 4.18 亿元, 占总营收 35.64%, 毛利率为 14.85%, 较 2017 年中报毛利率 25.88% 下降明显。公共安全产品收入为 3.79 亿元, 占总营收 32.27%; 毛利率为 20.03%, 同比下降 2.94 个百分点。电源产品收入为 2.26 亿元, 占总营收 19.26%; 毛利率为 21.03%, 同比提升 2.28 个百分点。公司整体毛利率为 13.78%, 同比下降 1.76 个百分点。根据公司 2018 年中报, 公司毛利率下降主要是由于报告期内公司产品增长主要集中于低毛利率的雷达配套产品所导致。
- **国内军民用空管雷达、气象雷达市场空间广阔, 公司有望长期受益。**“十三五”

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3046.14	5056.84	5413.45	6360.46	7483.30
(+/-)YoY(%)	21.94%	66.01%	7.05%	17.49%	17.65%
净利润(百万元)	129.46	201.30	242.36	327.81	414.65
(+/-)YoY(%)	12.28%	55.50%	20.39%	35.26%	26.49%
全面摊薄 EPS(元)	0.81	1.26	1.52	2.06	2.60
毛利率(%)	12.25%	13.61%	14.58%	14.55%	14.52%
净资产收益率(%)	11.35%	9.36%	10.12%	12.04%	13.22%

资料来源: 公司年报(2016-2017), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

期间，（1）我国将全面推进气象现代化，农业、交通、海洋、航空、航天等领域对专业气象服务的需求也越来越大。公司在气象雷达领域深耕多年，拥有较强的技术基础，产品主要包括雷达整机及相关雷达配套件，在气象局和军方市场占据领先地位，公司是中国气象局气象雷达的供应商之一，占有较高市场份额。（2）中国民用航空将坚持走空管装备国产化道路，加快完善空管雷达、ADS-B、场面监视雷达及多点定位系统布局，实现自动化系统联网运行。国内军用航空也将大力推进空管系统建设，公司空管雷达产品主要提供军方和民航，公司是军用航空雷达的主要供应商。（3）公司低空感知雷达以国防安全为己任，致力于低空警戒等雷达的研制，正由单一装备向多品种装备升级，从装备生产到装备全寿命周期保障，积极承接装备升级任务，大力拓展装备大修新市场。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.52、2.06、2.60 元，结合可比公司估值情况，我们给予公司 2018 年 35-45 倍 PE，目标价 53.20-68.40 元，“优于大市”评级。
- **风险提示。**（1）军品订单波动，（2）新品研发不及预期。

表 1 可比上市公司估值表 (2018 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	2018 年预测 PE (2018E)
卫士通	002268.SZ	20.92	69
国睿科技	600562.SH	16.30	45
杰赛科技	002544.SZ	12.29	28
中航电子	600372.SH	12.96	37
平均			45

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2018 年 8 月 27 日收盘价计算 (以上均来自万得一致预测)

表 2 公司主营产品收入预测 (单位: 百万元)

项目	2017	2018E	2019E	2020E
总收入	4479.35	5413.45	6360.46	7483.30
总成本	3822.52	4624.38	5435.26	6396.92
总毛利	656.83	789.07	925.20	1086.38
总毛利率	14.66%	14.58%	14.55%	14.52%
雷达及雷达配套				
收入	1,624.38	2,030.48	2,436.57	2,923.88
成本	1,205.54	1,624.38	1,949.26	2,339.11
毛利	418.84	406.10	487.31	584.78
毛利率	25.78%	20.00%	20.00%	20.00%
公共安全产品				
收入	1607.12	2008.90	2410.68	2892.82
成本	1475.98	1844.17	2213.00	2655.61
毛利	131.14	164.73	197.68	237.21
毛利率	8.16%	8.20%	8.20%	8.20%
电源产品等				
收入	501.64	551.80	606.98	667.68
成本	429.20	471.79	518.97	570.87
毛利	72.43	80.01	88.01	96.81
毛利率	14.44%	14.50%	14.50%	14.50%
机动保障装备				
收入	731.82	805.00	885.50	974.05
成本	699.76	668.15	734.97	808.46
毛利	32.06	136.85	150.54	165.59
毛利率	20.46%	17.00%	17.00%	17.00%
粮食仓储信息化改造				
收入	14.39	17.27	20.72	24.87
成本	12.04	15.89	19.06	22.88
毛利	2.35	1.38	1.66	1.99
毛利率	16.32%	8.00%	8.00%	8.00%

注: 公司 2017 年完成子公司博微长安的收购, 2017 年部分项目只有 5-12 月的相关数据并入。

资料来源: 公司 2017 年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	5056.84	5413.45	6360.46	7483.30
每股收益	1.26	1.52	2.06	2.60	营业成本	4368.75	4624.38	5435.26	6396.92
每股净资产	13.52	15.04	17.10	19.70	毛利率%	13.61%	14.58%	14.55%	14.52%
每股经营现金流	0.15	4.52	3.66	3.67	营业税金及附加	16.93	18.95	22.26	26.19
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.33%	0.35%	0.35%	0.35%
价值评估 (倍)					营业费用	111.71	119.10	139.93	164.63
P/E	30.77	25.56	18.89	14.94	营业费用率%	2.21%	2.20%	2.20%	2.20%
P/B	2.88	2.59	2.28	1.97	管理费用	251.23	270.67	318.02	374.17
P/S	1.22	1.14	0.97	0.83	管理费用率%	4.97%	5.00%	5.00%	5.00%
EV/EBITDA	16.07	12.81	9.48	7.59	EBIT	308.22	380.35	444.98	521.39
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	32.70	76.31	48.84	19.97
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.65%	1.41%	0.77%	0.27%
毛利率	13.61%	14.58%	14.55%	14.52%	资产减值损失	60.77	12.20	1.81	2.41
净利润率	4.06%	4.58%	5.27%	5.67%	投资收益	0.14	0.09	0.11	0.10
净资产收益率	9.36%	10.12%	12.04%	13.22%	营业利润	239.04	291.94	394.44	499.11
资产回报率	3.12%	3.81%	4.82%	5.66%	营业外收支	1.06	0.00	0.00	0.00
投资回报率	19.90%	26.23%	33.91%	42.17%	利润总额	240.10	291.94	394.44	499.11
盈利增长 (%)					EBITDA	388.15	460.54	574.47	653.44
营业收入增长率	66.01%	7.05%	17.49%	17.65%	所得税	34.65	43.79	59.17	74.87
EBIT 增长率	81.37%	23.40%	16.99%	17.17%	有效所得税率%	14.43%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润增长率	53.99%	20.79%	35.11%	26.54%	少数股东损益	4.14	5.79	7.47	9.60
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	201.30	242.36	327.81	414.65
资产负债率	66.4%	62.0%	59.5%	56.6%					
流动比率	1.05	1.07	1.17	1.29	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	0.81	0.82	0.89	0.97	货币资金	1350.51	1300.00	1400.00	1500.00
现金比率	0.97	1.29	2.15	5.70	应收款项	1426.74	1232.07	1414.42	1657.90
经营效率指标					存货	961.40	889.30	1030.64	1215.14
应收帐款周转天数	74.79	82.25	80.36	80.06	其它流动资产	170.01	170.01	170.01	170.01
存货周转天数	67.36	69.74	68.95	69.21	流动资产合计	4303.29	4008.92	4501.51	5098.93
总资产周转率	1.00	0.84	0.97	1.06	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	14.09	10.15	13.99	19.88	固定资产	573.65	573.65	573.65	573.65
					在建工程	161.83	161.83	161.83	161.83
					无形资产	210.93	270.83	284.39	294.41
					非流动资产合计	2148.32	2357.51	2296.55	2226.89
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	6451.60	6366.43	6798.07	7325.82
净利润	205.44	248.15	335.28	424.25	短期借款	1390.00	998.65	646.04	257.42
少数股东损益	0.00	5.79	7.47	9.60	应付账款	1560.69	1643.91	1915.05	2206.53
非现金支出	140.70	92.39	131.29	134.46	预收账款	158.79	151.58	178.09	202.05
非经营收益	68.58	89.72	61.73	33.87	其它流动负债	56.83	56.83	56.83	56.83
营运资金变动	-391.33	289.69	54.57	-7.70	流动负债合计	4079.78	3746.46	3842.82	3946.32
经营活动现金流	23.39	725.73	590.34	594.47	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-262.12	-289.38	-68.53	-62.38	其它长期负债	200.99	200.99	200.99	200.99
投资	86.11	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	200.99	200.99	200.99	200.99
其他	-55.00	-0.09	-0.11	-0.10	负债总计	4280.77	3947.45	4043.81	4147.31
投资活动现金流	-231.01	-289.48	-68.64	-62.48	实收资本	159.18	159.18	159.18	159.18
债权募资	60.00	-391.35	-352.61	-388.62	普通股股东权益	2151.55	2393.91	2721.72	3136.37
股权募资	257.38	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	19.28	25.07	32.54	42.14
其他	-78.29	-89.81	-61.84	-33.97	负债和所有者权益合计	6451.60	6366.43	6798.07	7325.82
融资活动现金流	239.09	-481.17	-414.45	-422.59					
现金净流量	31.47	-44.91	107.25	109.39					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 27 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业
蒋俊 军工行业
刘磊 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 金信诺,中光防雷,中航光电,内蒙一机,航新科技,全信股份,光电股份,泰豪科技,中航电测,振芯科技,南洋科技,久之洋,通光线缆,晨曦航空,航锦科技,天银机电,雷科防务,亚光科技,银河电子,中航飞机,航天电器,中航机电,中直股份,欧比特,耐威科技,湘电股份,飞利信,瑞特股份,中国动力,国睿科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。