

航天电子

600879

审慎增持 (维持)

航天产业稳健发展 普利门亏损影响业绩增长

2019年04月04日

市场数据

市场数据日期	2019-04-03
收盘价(元)	7.62
总股本(百万股)	2719.27
流通股本(百万股)	2413.33
总市值(百万元)	20720.85
流通市值(百万元)	18389.59
净资产(百万元)	11875.82
总资产(百万元)	25853.07
每股净资产	4.37

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13530	14883	16520	18503
同比增长(%)	3.7%	10.0%	11.0%	12.0%
净利润(百万元)	457	506	571	657
同比增长(%)	-13.0%	10.9%	12.7%	15.1%
毛利率(%)	17.6%	17.6%	18.0%	18.2%
净利润率(%)	3.4%	3.4%	3.5%	3.6%
净资产收益率(%)	3.85%	4.09%	4.41%	4.83%
每股收益(元)	0.17	0.19	0.21	0.24
每股经营现金流(元)	-0.04	0.73	0.04	-0.01

相关报告

《航天电子 2018 年三季度报点评: 航天产业稳健发展, 公司业绩稳步增长》2018-10-30

《航天电子 2018 年中报点评: 业绩平稳, 改革加速》2018-08-28

《航天电子 2017 年报点评: 发射计划创新高 期待业绩再加速》2018-03-16

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

研究助理:

张亚滨

zhangyabin@xyzq.com.cn

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

投资要点

- 公司发布 2018 年年报: 实现营收 135.3 亿元, 同比增长 3.65%, 完成年度计划的 93.31%; 归母净利润 4.57 亿元, 同比减少 12.98%; 扣非后归母净利润 4.03 亿元, 同比减少 15.94%。2019 年, 公司计划实现营业收入 146 亿元, 较 2018 年实际营收增长 7.91%。
- 公司 2018 年整体毛利率 17.28%, 较上年基本持平, 其中航天产品毛利率 22.01%, 同比增长 0.44 个百分点; 民品毛利率 10.52%, 同比增长 0.31 个百分点。2018 年, 公司归母净利润同比减少, 主要是公司全资子公司普利门公司本年度计提存货跌价准备 7086 万元及经营亏损 5000 万元所致。
- 2018 年, 公司三家主要子公司净利润均保持快速增长。其中, 军品领域子公司航天长征、上海航天分别实现净利润 1.94 亿元、0.79 亿元, 同比增长 21.27%、14.96%。
- 公司是航天科技集团九院上市平台, 九院为集团整体上市试点单位, 体外院所资产有望注入增厚上市公司业绩。2018 年公司入选“双百企业”, 有助于加快公司改革步伐, 推动骨干激励, 提升企业活力, 增强公司业绩弹性。
- 根据最新财报, 我们调整公司盈利预测, 预计公司 2019-2021 年归母净利润 5.06/5.71/6.57 亿元, 对应 2019/04/03 收盘价 PE 为 41/36/32 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 产品毛利率下滑; 资产注入和改革进度不及预期。

事件

- 公司发布 2018 年年报：实现营收 135.3 亿元，同比增长 3.65%，完成年度计划的 93.31%；归母净利润 4.57 亿元，同比减少 12.98%；扣非后归母净利润 4.03 亿元，同比减少 15.94%。基本 EPS 0.17 元/股，同比减少 13.85%；加权 ROE 3.93%，同比减少 0.96 个百分点。
- 2019 年，公司计划实现营业收入 146 亿元，较 2018 年实际营收增长 7.91%。

点评

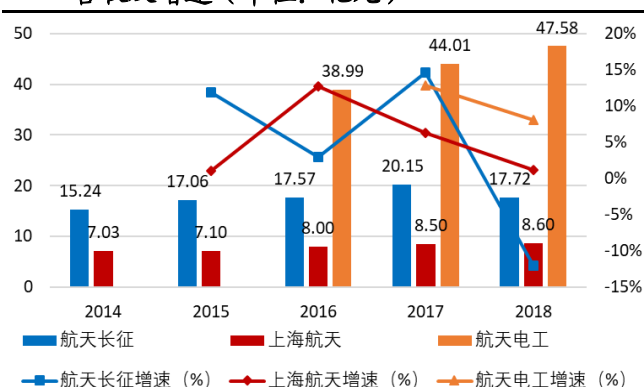
• 民品板块全资子公司普利门拖累公司整体业绩

2018 年，公司实现营业收入 135.3 亿元，同比增长 3.65%，而归母净利润同比减少 12.98%，主要是公司全资子公司普利门公司本年度计提存货跌价准备 7085.6 万元及经营亏损 5000.14 万元所致。公司 2018 年整体毛利率 17.28%，较上年基本持平，其中航天产品毛利率 22.01%，同比增长 0.44 个百分点；民品毛利率 10.52%，同比增长 0.31 个百分点。

• 三家主要子公司净利润快速增长

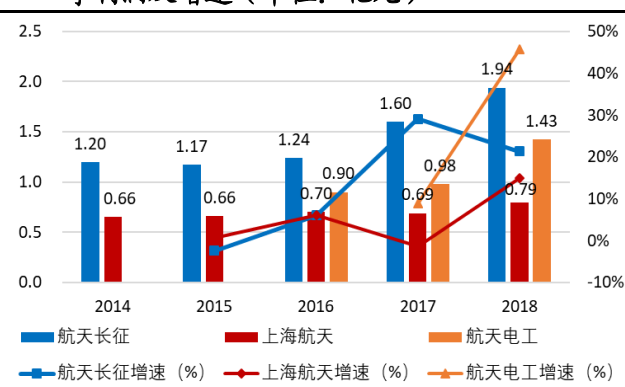
2018 年，公司三家主要子公司营业收入增速均出现下滑，净利润均保持快速增长。其中，公司全资子公司航天电工营收贡献最大，2018 年实现营业收入 47.58 亿元，同比增长 8.12%，占公司营收的 35.17%，同比增长 1.45 个百分点；实现净利润 1.43 亿元，同比增长 45.71%。公司控股子公司航天长征（持股 87.85%）利润贡献最大，2018 年实现营业收入 17.72 亿元，同比减少 12.08%，实现净利润 1.94 亿元，同比增长 21.27%。公司控股子公司上海航天（持股 93.94%）2018 年实现营业收入 8.6 亿元，同比增长 1.19%，实现净利润 0.79 亿元，同比增长 14.96%。公司三家子公司中，航天电工主营业务为民品，航天长征、上海航天主营业务为军品。

图1、2014-2018年航天长征、上海航天、航天电工营收及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2014-2018年航天长征、上海航天、航天电工净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 期间费用整体稳定，销售费用同比减少，财务费用增幅较大

2018年，公司期间费用共计17亿元，同比增长7.79%，占营业收入的12.57%，同比增长0.48个百分点。其中，销售费用2.28亿元，同比减少1.76%；管理费用、研发费用分别为8.82亿元、3.91亿元，同比增长9.57%、4.81%；财务费用1.99亿元，同比增长19.06%，在期间费用中增幅最大。

- 经营活动现金流量净额、预付款项大幅增长

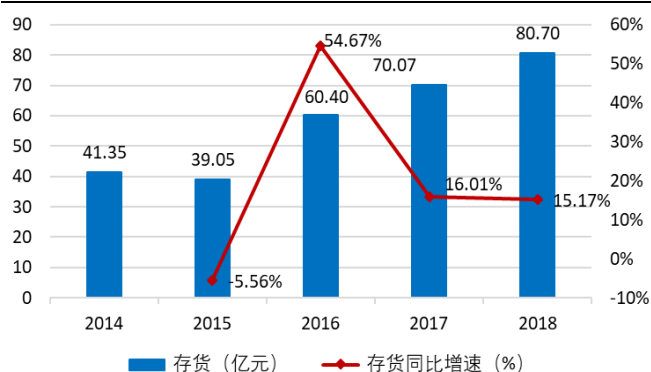
2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.03亿元，较上年的-5.23亿元增长4.19亿元，主要是本年度加大了催收力度，使得公司收到的销售回款增加所致；投资活动产生的现金流量净额为-6.52亿元，较上年的6.15亿元增加3656万元；筹资活动产生的现金流量净额13.41亿元，同比增长14.84%。

2018年，公司应收账款及应收票据77.87亿元，同比增长7.29%；预付款项23.03亿元，同比增长65.73%，主要是预研项目增加使得备货时的预付款项增加。

- 存货、关联交易增幅较大

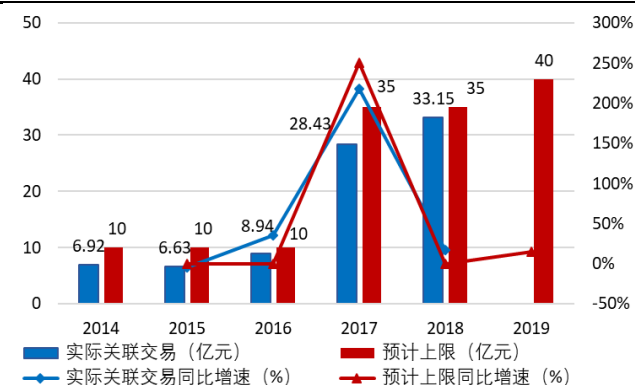
2018年，公司存货80.7亿元，同比增长15.17%。公司2018年与公司控股股东航天时代及其子公司关联交易金额为33.15亿元，为2018年预计金额35亿元的94.72%。2019年度，我国航天发射有望继续保持高频次态势，公司配套业务以及各种不可预见的临时性保障措施有可能增加，为节省决策成本，提高科研生产效率，公司2019年预计与公司控股股东航天时代及其子公司关联交易金额为40亿元，同比增长14.29%。公司存货和关联交易持续增长，表明公司未来业绩有望稳定增长。

图3、2014-2018年航天电子存货及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2014-2019年航天电子关联交易情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司创新成果丰硕，核心竞争力持续提升

报告期内，公司实现了全年交付单机产品批次性质量问题、出厂后重复性问题及安全生产事故等为零的目标，圆满完成了37箭103颗星（器）的宇航发射保障任务以及多个型号的重大飞行试验保障任务。

航天领域，公司全数字化小型USB测控应答机、天地一体化ASIC器件首飞成功，进一步稳固了公司在测控通信等传统专业领域的领军地位；遥测新体制接收机圆满完成了无人机挂飞对接试验，有望成为未来靶场遥测的新一代主用遥测体制；自主研发的一体化多目标实时闭环北斗仿真模拟系统取得关键进展，并在高端用户市场首次成功应用；新型巡飞无人机首次成功完成实弹验证，某型精确制导炸弹以及搭载自主研发的新型发动机的FH-91无人机首飞试验均取得圆满成功；成功研制出国内首个自主可控的第五代宇航用高性能高可靠FPGA产品，功能和性能指标均达到国外对标产品水平；自主研发的集成电路高端封装试验国家标准正式发布，将有力推动我国高端集成电路封装技术的迅速发展，巩固了公司在国内宇航微电子领域的领先地位；宇航用多芯大功率连接器技术在用户预研项目中击败多家优势单位竞标成功。

线缆领域，公司加大了电线电缆领域新产品研发力度，结合行业高端应用需求，成功开发出低氟逸出C55导线、轨道交通用1KV环保型低烟无卤阻燃A类钢带铠装电力电缆、铁塔用自承式电缆、新能源汽车用高压电缆、铝包钢芯超耐热导线（210℃）等高端产品，为电线电缆结构调整和转型升级打下了坚实基础。公司先后中标国家电网输变电线路装置性材料采购项目及南方电网超高压输电公司800kV钢芯铝绞线和铝合金绞线材料采购项目；先后承接了武汉、成都、广州等城市轨道交通供货订单等。

● 持续强化经营管理

报告期内，公司分别完成了对激光导航、上海航天、时代民芯、时代光电的

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

增资工作；完成了与航天时代共同对航天长征的增资工作；为打造公司无人机产业发展平台，完成了航天飞鸿的设立工作；根据国务院国资委和航天科技集团瘦身健体的工作要求，为减少管理层级，完成了天合导航、时代惯性等公司的清理工作。

● **收购资产业绩承诺全部完成**

公司于 2015 年购买的北京兴华、陕西导航、时代光电、航天电工及时代激光在 2018 年均完成其被收购时的承诺业绩。

表 1、北京兴华、陕西导航、时代光电、航天电工及时代激光 2018 年业绩承诺完成情况

标的资产	承诺业绩	考核业绩	完成比例
	2018 年预测净利润 (万元)	扣非后归母净利润 (万元)	
北京兴华经营性资产及负债	3401.44	3746.18	110.14%
陕西导航经营性资产及负债	4042.33	4491.18	111.12%
时代光电	4122.06	4170.73	101.18%
航天电工 (合并)	12838.56	12904.97	100.52%
时代激光	3692.39	3857.59	104.47%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● **公司被纳入国企改革“双百企业”名单，改革步伐有望加快**

公司是中国航天科技集团旗下从事航天电子测控、航天电子对抗、航天制导、航天电子元器件专业的核心企业，在航天产业稳健发展的背景下，公司业绩有望稳步提升。公司是航天科技集团九院上市平台，九院为集团整体上市试点单位，体外院所资产有望注入增厚上市公司业绩。2018 年公司入选“双百企业”，有助于加快公司改革步伐，推动骨干激励，提升企业活力，增强公司业绩弹性。

● **估值与评级。**根据最新财报，我们调整公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润 5.06/5.71/6.57 亿元，对应 2019/04/03 收盘价 PE 为 41/36/32 倍，维持“审慎增持”评级。

● **风险提示：**产品毛利率下滑；资产注入和改革进度不及预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	20032	20071	21933	23945
货币资金	1645	2568	2342	1985
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6127	6805	7586	8465
其他应收款	177	199	215	244
存货	8070	8394	9382	10518
非流动资产	5821	5437	4992	4533
可供出售金融资产	14	14	14	14
长期股权投资	3	5	4	4
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3888	4193	4162	3964
在建工程	1212	606	303	151
油气资产	0	0	0	0
无形资产	626	541	448	346
资产总计	25853	25508	26926	28478
流动负债	13122	12492	13484	14591
短期借款	4778	4303	4336	4399
应付票据	0	257	142	185
应付账款	5919	5729	6588	7375
其他	2425	2204	2417	2633
非流动负债	269	42	-105	-319
长期借款	0	-183	-375	-582
其他	269	226	270	263
负债合计	13391	12535	13379	14272
股本	2719	2719	2719	2719
资本公积	4778	4778	4778	4778
未分配利润	4145	4755	5323	5978
少数股东权益	586	591	593	596
股东权益合计	12462	12973	13546	14206
负债及权益合计	25853	25508	26926	28478

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	457	506	571	657
折旧和摊销	421	366	400	416
资产减值准备	99	-13	47	49
无形资产摊销	69	65	67	67
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	199	268	223	223
投资损失	4	4	4	4
少数股东损益	0	5	2	3
营运资金的变动	-1320	967	-1209	-1380
经营活动产生现金流量	-103	1985	107	-34
投资活动产生现金流量	-652	18	23	31
融资活动产生现金流量	1341	-1080	-356	-354
现金净变动	586	923	-226	-358
现金的期初余额	837	1645	2568	2342
现金的期末余额	1424	2568	2342	1985

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13530	14883	16520	18503
营业成本	11146	12264	13555	15135
营业税金及附加	46	45	50	74
销售费用	228	283	339	426
管理费用	882	1347	1594	1776
财务费用	199	268	223	223
资产减值损失	99	81	85	86
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-4	-4	-4	-4
营业利润	592	592	672	779
营业外收入	13	22	17	18
营业外支出	2	3	3	2
利润总额	603	612	686	795
所得税	104	101	113	135
净利润	499	511	573	660
少数股东损益	0	5	2	3
归属母公司净利润	457	506	571	657
BPS(元)	0.17	0.19	0.21	0.24

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	3.7%	10.0%	11.0%	12.0%
营业利润增长率	-6.7%	0.0%	13.4%	16.0%
净利润增长率	-13.0%	10.9%	12.7%	15.1%
盈利能力(%)				
毛利率	17.6%	17.6%	18.0%	18.2%
净利率	3.4%	3.4%	3.5%	3.6%
ROE	3.8%	4.1%	4.4%	4.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	51.8%	49.1%	49.7%	50.1%
流动比率	1.53	1.61	1.63	1.64
速动比率	0.90	0.93	0.93	0.91
营运能力(次)				
资产周转率	56.1%	58.0%	63.0%	66.8%
应收帐款周转率	211.0%	221.9%	221.4%	222.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.17	0.19	0.21	0.24
每股经营现金	-0.04	0.73	0.04	-0.01
每股净资产	4.37	4.55	4.76	5.00
估值比率(倍)				
PE	45.4	40.9	36.3	31.5
PB	1.7	1.7	1.6	1.5

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: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
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