

投资评级 优于大市 首次覆盖

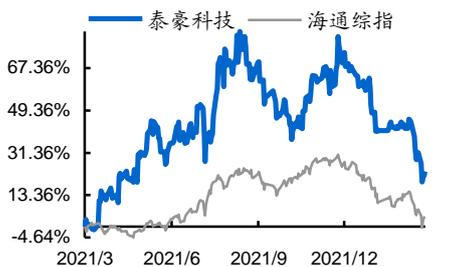
聚焦军工装备主业，产业结构再优化

股票数据

| | |
|---------------|-----------|
| 03月22日收盘价(元) | 6.12 |
| 52周股价波动(元) | 4.83-9.47 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 853/844 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 5220/5163 |

相关研究

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|----------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅 (%) | -13.2 | -16.6 | -27.1 |
| 相对涨幅 (%) | -6.2 | -5.7 | -13.6 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张恒晖

Email: zhx10170@htsec.com

证书: S0850517110002

联系人: 刘砚菲

Tel: 021-2321-4129

Email: lyf13079@htsec.com

投资要点:

- 军工装备领域规模化企业，重振旗鼓实现扭亏为盈。**公司成立于1996年，并于2002年7月在上交所上市。目前公司主营业务已逐步聚焦于军工装备产业及其相关技术应用于民品的应急装备产业。2018/2019/2020/2021H1公司实现营收61.27/53.04/60.45/21.73亿元，实现归母净利润2.62/1.44/-2.63/4.29亿元。根据2021年度业绩预告，受益商誉减值计提大幅降低及公司军工装备产业业绩持续提升，2021年公司预计实现归母净利润0.8-1.2亿元，扭亏为盈。
- 聚焦军工装备产业，产业结构进一步优化。**创立以来公司大力发展军工装备和智能电力两大产业，自2019年明确了聚焦军工装备产业的发展战略以来，公司开始逐步对产业进行调整。一方面，公司逐步退出或收缩不盈利及与军工装备不相关的民用电力业务。2020年12月，公司转让泰豪软件85.32%的股权，引入君联资本等战略投资者；2022年3月公司公告拟剥离智能配电产业，进一步“瘦身”。另一方面，公司持续加大对军工装备产业的投入，产品盈利能力不断提升。2016-2020年装备信息业务板块收入CAGR30.03%，2021H1营收9.36亿元，占总营业收入43.09%，较2016年占比16.13%明显提升。
- 外延并购，完善产业链布局。**以军工信息化装备为主赛道，军工能源装备为辅赛道，公司积极开展产业链上下游的外延式并购，整合产业和市场资源。①2017年公司通过并购上海红生，切入海军装备市场；②公司参股了18.18%主营弹药业务的江西国科(2017年弹药相关业务占收入比重约95%)，其IPO相关进程目前仍在推进；③为拓展军工通讯装备产品线，公司参股了15.76%中航比特的股权，中航比特拥有16年军工通信产品研制经验，我们认为横向布局给予了公司更多军工子领域拓展的机会，与主业互补，提升了企业的竞争力；④2020年公司收购了90%七六四的股权，七六四在通讯导航领域有60年积累，有助于打开公司在军工信息化领域的市场空间。
- 探索多重孵化方式，培育优秀标的资产，保障军工装备产业持续发展。**为保障公司军工装备产业持续发展，公司积极探索孵化方式。2020年，为助力公司培育优秀标的资产，为后续进行并购提供储备项目、降低整合风险，公司拟出资3.90亿元参股设立泰豪汉唐母基金，截至2021H1已出资2.02亿元。2021年底公司公告，其全资子公司泰豪军工拟与公司军工装备产业核心员工持股平台科发共创共同出资设立军工产业孵化平台，该平台主要围绕军工行业新技术、新方向为公司培育新兴业务，有利于公司培育军工产业创新业务，丰富产业布局。
- 盈利预测及投资评级。**我们预计公司2021-2023年EPS为0.12/0.27/0.36元/股，采用PE估值法给予公司2022年30-35倍PE，我们认为对应合理价值区间为8.08-9.43元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**宏观经济及产业政策变动；市场竞争加剧。

主要财务数据及预测

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万) | 5304 | 6045 | 5955 | 5591 | 6297 |
| (+/-)YoY(%) | -13.4% | 14.0% | -1.5% | -6.1% | 12.6% |
| 净利润(百万元) | 144 | -263 | 100 | 230 | 311 |
| (+/-)YoY(%) | -45.1% | -282.7% | 138.1% | 129.4% | 35.4% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.17 | -0.31 | 0.12 | 0.27 | 0.36 |
| 毛利率(%) | 23.9% | 20.7% | 19.1% | 19.7% | 19.8% |
| 净资产收益率(%) | 3.6% | -7.4% | 2.8% | 6.1% | 7.8% |

资料来源: 公司年报(2019A-2020A), 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

● 主要盈利预测假设。

公司主营业务逐步聚焦于军工装备产业及其相关技术应用于民品的应急装备产业：

- 1) 装备信息业务：主要包括通信指挥系统和军用电站产品。公司围绕“聚焦军工”的发展战略，持续加大对军工装备产业的投入，产品盈利能力不断提升。我们假设公司装备信息业务营收持续增长，且毛利率较为稳定。我们预计 2021-2023 年公司通信指挥系统营收增速 10%/15%/25%，毛利率 20.87%/21.01%/21.13%；军用电站营收增速 10%/15%/25%，毛利率 23.41%/23.54%/23.67%。
- 2) 智能电网业务：根据公告，公司拟转让江西泰豪电力 100% 股权并剥离智能配电业务。为满足市场对新能源、数据中心专用电源等新产品的需求，公司加大了应急装备产业相关产品研发投入，我们预计未来营收将稳定增长。我们预计 2021-2023 年公司电源产品营收增速为 5%/5%/5%，毛利率 13.51%/13.60%/13.68%；预计电网软件及系统组成业务营收增速 -38%/-1%/1%，毛利率 33.84%/33.50%/33.17%。

表 1 公司主营产品收入预测

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 军用电站 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 354.14 | 389.55 | 447.99 | 559.98 |
| YoY (%) | 9.81% | 10.00% | 15.00% | 25.00% |
| 营业成本 (百万元) | 272.47 | 298.35 | 342.51 | 427.45 |
| 毛利率 (%) | 23.06% | 23.41% | 23.54% | 23.67% |
| 通讯指挥系统 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 1445.02 | 1589.52 | 1827.95 | 2284.94 |
| YoY (%) | 55.76% | 10.00% | 15.00% | 25.00% |
| 营业成本 (百万元) | 1148.66 | 1257.78 | 1443.93 | 1802.03 |
| 毛利率 (%) | 20.51% | 20.87% | 21.01% | 21.13% |
| 电源产品 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 2324.22 | 2440.43 | 2562.45 | 2690.58 |
| YoY (%) | 26.42% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 营业成本 (百万元) | 2019.75 | 2110.64 | 2214.06 | 2322.55 |
| 毛利率 (%) | 13.10% | 13.51% | 13.60% | 13.68% |
| 电网软件及系统组成 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 1,155.63 | 716.49 | 709.33 | 716.42 |
| YoY (%) | 5.37% | -38.00% | -1.00% | 1.00% |
| 营业成本 (百万元) | 758.47 | 474.04 | 471.67 | 478.75 |
| 毛利率 (%) | 34.37% | 33.84% | 33.50% | 33.17% |
| 配电设备 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 706.94 | 777.63 | - | - |
| YoY (%) | -32.27% | 10.00% | - | - |
| 营业成本 (百万元) | 574.14 | 660.26 | - | - |
| 毛利率 (%) | 18.79% | 15.09% | - | - |
| 其他业务 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 58.65 | 41.06 | 43.11 | 45.26 |
| YoY (%) | -22.09% | -30% | 5% | 5% |
| 营业成本 (百万元) | 17.19 | 18.05 | 18.95 | 19.90 |
| 毛利率 (%) | 70.69% | 56.04% | 56.04% | 56.04% |
| 总营业收入 (百万元) | 6044.59 | 5954.69 | 5590.82 | 6297.18 |
| YoY (%) | 13.95% | -1.49% | -6.11% | 12.63% |
| 总营业成本 (百万元) | 4790.78 | 4819.13 | 4491.13 | 5050.68 |
| 综合毛利率 (%) | 20.74% | 19.07% | 19.67% | 19.79% |

资料来源：公司 2020 年年报，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表 (2022 年预测 PE 和 PB, 倍)

| 上市公司 | 证券代码 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | PE (倍, 2022E) | PB (倍, 2022E) |
|------|-----------|---------|----------|---------------|---------------|
| 苏试试验 | 300416.SZ | 32.55 | 92.63 | 37.47 | 5.60 |
| 内蒙一机 | 600967.SH | 9.65 | 164.46 | 18.61 | 1.38 |
| 航天发展 | 000547.SZ | 11.65 | 186.83 | 14.16 | 1.73 |
| 天奥电子 | 002935.SZ | 34.69 | 72.16 | 41.93 | 4.37 |
| 均值 | | | | 28.04 | 3.27 |

注: 收盘价为 2022 年 03 月 22 日价格 (以上均来自 Wind 一致预测)
资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 6045 | 5955 | 5591 | 6297 |
| 每股收益 | -0.31 | 0.12 | 0.27 | 0.36 | 营业成本 | 4791 | 4819 | 4491 | 5051 |
| 每股净资产 | 4.17 | 4.22 | 4.39 | 4.65 | 毛利率% | 20.7% | 19.1% | 19.7% | 19.8% |
| 每股经营现金流 | -0.30 | 0.05 | 0.77 | 0.13 | 营业税金及附加 | 29 | 30 | 28 | 31 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.08 | 0.09 | 0.11 | 营业税金率% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 267 | 286 | 224 | 220 |
| P/E | -19.83 | 52.11 | 22.71 | 16.77 | 营业费用率% | 4.4% | 4.8% | 4.0% | 3.5% |
| P/B | 1.47 | 1.45 | 1.39 | 1.32 | 管理费用 | 319 | 339 | 291 | 315 |
| P/S | 0.87 | 0.88 | 0.93 | 0.83 | 管理费用率% | 5.3% | 5.7% | 5.2% | 5.0% |
| EV/EBITDA | 23.04 | 23.30 | 16.23 | 13.64 | EBIT | 180 | 242 | 362 | 459 |
| 股息率% | 0.0% | 1.3% | 1.5% | 1.7% | 财务费用 | 214 | 234 | 238 | 240 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 3.5% | 3.9% | 4.2% | 3.8% |
| 毛利率 | 20.7% | 19.1% | 19.7% | 19.8% | 资产减值损失 | -328 | -100 | 0 | 0 |
| 净利润率 | -4.4% | 1.7% | 4.1% | 4.9% | 投资收益 | 4 | 268 | 168 | 189 |
| 净资产收益率 | -7.4% | 2.8% | 6.1% | 7.8% | 营业利润 | -114 | 141 | 336 | 458 |
| 资产回报率 | -1.9% | 0.7% | 1.7% | 2.1% | 营业外收支 | -32 | 10 | 10 | 10 |
| 投资回报率 | 3.1% | 1.9% | 2.9% | 3.4% | 利润总额 | -147 | 151 | 346 | 468 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 323 | 349 | 476 | 576 |
| 营业收入增长率 | 14.0% | -1.5% | -6.1% | 12.6% | 所得税 | 70 | 45 | 104 | 140 |
| EBIT 增长率 | -48.6% | 34.3% | 49.2% | 27.0% | 有效所得税率% | -47.8% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 净利润增长率 | -282.7% | 138.1% | 129.4% | 35.4% | 少数股东损益 | 47 | 5 | 12 | 16 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | -263 | 100 | 230 | 311 |
| 资产负债率 | 71.5% | 71.8% | 69.6% | 70.3% | 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动比率 | 1.18 | 1.13 | 1.16 | 1.17 | 货币资金 | 2025 | 2000 | 2200 | 2400 |
| 速动比率 | 0.78 | 0.82 | 0.83 | 0.84 | 应收账款及应收票据 | 3921 | 4814 | 4199 | 4771 |
| 现金比率 | 0.24 | 0.23 | 0.27 | 0.27 | 存货 | 2261 | 1823 | 1792 | 2016 |
| 经营效率指标 | | | | | 其它流动资产 | 1693 | 1239 | 1204 | 1359 |
| 应收账款周转天数 | 236.75 | 300.00 | 274.16 | 276.54 | 流动资产合计 | 9899 | 9877 | 9396 | 10546 |
| 存货周转天数 | 172.28 | 145.68 | 145.68 | 145.68 | 长期股权投资 | 720 | 1070 | 1070 | 1070 |
| 总资产周转率 | 0.44 | 0.42 | 0.41 | 0.43 | 固定资产 | 914 | 866 | 883 | 898 |
| 固定资产周转率 | 6.62 | 6.88 | 6.33 | 7.01 | 在建工程 | 28 | 31 | 33 | 35 |
| | | | | | 无形资产 | 407 | 430 | 453 | 476 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 3971 | 4237 | 4216 | 4192 |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资产总计 | 13870 | 14114 | 13612 | 14738 |
| 净利润 | -263 | 100 | 230 | 311 | 短期借款 | 3036 | 3536 | 3321 | 3645 |
| 少数股东损益 | 47 | 5 | 12 | 16 | 应付票据及应付账款 | 3700 | 3919 | 3554 | 4038 |
| 非现金支出 | 624 | 287 | 114 | 116 | 预收账款 | 0 | 101 | 63 | 83 |
| 非经营收益 | 120 | -34 | 70 | 52 | 其它流动负债 | 1649 | 1199 | 1153 | 1213 |
| 营运资金变动 | -788 | -312 | 232 | -385 | 流动负债合计 | 8385 | 8755 | 8091 | 8980 |
| 经营活动现金流 | -260 | 46 | 658 | 111 | 长期借款 | 1064 | 914 | 914 | 914 |
| 资产 | -220 | -13 | -83 | -83 | 其它长期负债 | 470 | 470 | 470 | 470 |
| 投资 | -647 | -350 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 1533 | 1383 | 1383 | 1383 |
| 其他 | 531 | 268 | 168 | 189 | 负债总计 | 9918 | 10139 | 9474 | 10363 |
| 投资活动现金流 | -336 | -95 | 85 | 106 | 实收资本 | 859 | 853 | 853 | 853 |
| 债权募资 | 664 | 350 | -215 | 324 | 归属于母公司所有者权益 | 3579 | 3597 | 3747 | 3968 |
| 股权募资 | 9 | -6 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 373 | 378 | 391 | 407 |
| 其他 | -128 | -319 | -328 | -341 | 负债和所有者权益合计 | 13870 | 14114 | 13612 | 14738 |
| 融资活动现金流 | 544 | 25 | -543 | -17 | | | | | |
| 现金净流量 | -86 | -25 | 200 | 200 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 22 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 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： 抚顺特钢,中航光电,天奥电子,高德红外,振芯科技,中航西飞,洪都航空,久之洋,航天电器,中航重机,爱乐达,湘电股份,振华科技,西部超导,中航高科,睿创微纳

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。