

2022年08月28日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

## 北方导航 (600435)

### 2022年中报点评：剥离子公司聚焦主业，盈利能力不断提升

#### 报告摘要

◆ **事件：**公司8月24日公告，2022年上半年实现营收16.47亿元(+7.36%)，归母净利润1.17亿元(+42.44%)，扣非归母净利润0.81亿元(+8.78%)，毛利率20.84%(-2.96pcts)，净利率8.31%(+1.27pcts)基本每股收益0.08元(+31.15%)。

#### ◆ 公司净利高速增长，费用管控良好，研发能力不断提升

2022年上半年报告期内，公司实现营收16.47亿元(+7.36%)，归母净利润1.17亿元(+42.44%)，扣非归母净利润0.81亿元(+8.78%)，主要原因为：1) 公司军民两用产品收入增长；2) 公司处置子公司取得投资收益：公司将哈尔滨北方专用车100%股权分别转让给中国兵器工业集团航弹院和导航集团持有，进一步聚焦主业，提升盈利能力。

费用方面，报告期内，公司期间费用2.24亿元(-3.08%)，期间费用率13.58%(-1.46pcts)，体现公司整体管控能力持续改善提升。同时研发费用(0.74亿元，+7.54%)持续提升投入，**公司自主研发能力不断提升，在环境控制、卫星与地面通信、电连接器领域强化科研投入和自主研发，主动对接总体单位研制需求，环控系统开展X型样机研制。**

其他财务数据方面，报告期内公司存货8.51亿元，比期初增加20.63%，合同负债0.55亿元(+42.13%)持续提升，反映出公司在手业务订单较多，正积极备货。同时，公司本期存货周转率由2021年同期1.48次提高至1.67次，生产交付节奏加快。

关联交易方面，公司预计2022年全年销售商品关联交易(全部为军品业务)不超过42.00亿元，该值同比增长49.89%；2021年公司发生销售关联交易28.02亿元(预计值为30亿元)，比2020年的16.69亿元规模同比增长67.88%。**销售关联交易整体规模大幅提升，表明后续公司军品业务量增长有望继续提升。**

投资评级

买入

维持评级

2022年08月26日

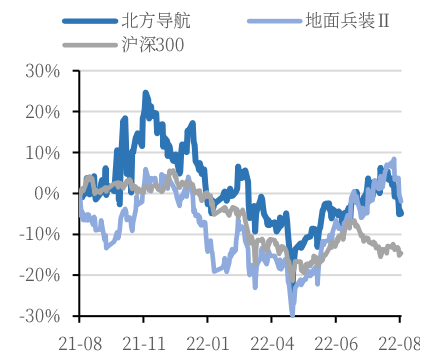
收盘价(元): 8.77

目标价(元): 11.70

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	1,489.32
总市值(百万)	13,061.34
流通股本(百万股)	1,489.32
流通市值(百万)	13,061.34
12月最高/最低价(元)	12.15/6.88
资产负债率(%)	51.18
每股净资产(元)	1.62
市盈率(TTM)	77.53
市净率(PB)	5.42
净资产收益率(%)	4.86

#### 股价走势图



#### 作者

张超 分析师  
SAC 执业证书: S0640519070001  
联系电话: 010-59219568  
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王菁菁 分析师  
SAC 执业证书: S0640518090001  
联系电话: 010-59219570  
邮箱: wangjj@avicsec.com

#### 相关研究报告

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

### ◆ 制导控制核心技术为主导，通信、军用电连接器等军品多点发力

公司是以军品二三四级配套为主的制造型企业，主要业务军民两用产品业务以“导航控制和弹药信息化技术”为主，涵盖制导控制、导航控制、探测控制、环境控制、稳定控制、电台及卫星通信、电连接器等产品和技術，公司军品以导航控制、弹药信息化系统、短波电台和卫星通信系统、军用电连接器等领域的整机、核心部件为主要产品。报告期内公司剥离亏损子公司全部股权，短期对公司营业收入总规模有所影响，但剥离亏损业务长期聚焦主业，将有效提升盈利能力。

公司主要控股/参股子公司三家：衡阳北方光电（90.69%）、中兵通信（48.44%）、中兵航联（51.95%）。

中兵通信（公司持股 48.44%）报告期内实现收入 1.39 亿元（-31.63%），净利润 0.17 亿元（-21.98%），业绩受到疫情一定程度影响，部分订货合同签订时间延后，下半年公司将采取有效措施，确保公司年度生产经营计划完成。中兵通信主要产品为军用、军民两用通信及电子设备生产和销售，主要产品超短波通信设备和卫星通信设备广泛应用于陆、海、空等军事领域，在军用超短波地空通信领域国内市占率达 60%。2022 年 6 月，公司被河南省工信厅认定为“专精特新”中小企业。通信电台系列，先后中标 XX 某项目和 XX 某设备任务。目前中兵通信由新三板转北交所取得进展。

中兵航联（公司持股 51.95%）实现收入 1.60 亿元（-13.90%），净利润 0.20 万元（-18.23%），主要从事军品业务，主要产品为电连接器、线束等连接系统，获评国家级“专精特新小巨人”企业、兵器工业集团级军用电连接器优秀供应商。连接器系列完成 16 种定制和 85 种拓展产品的设计和开发。

衡阳北方光电（公司持股 90.69%）实现营业收入 0.85 亿元（+18.14%），净利润 0.11 万元（+8.12%），紧紧围绕年度经营目标和 38 项重点任务，总体保持稳中有进。

公司母公司实现营业收入 12.16 亿元（+20.83%，2019H1-2022H1 复合增速+82.71%），净利润 1.16 亿元（-9.97%，2019H1-2022H1 复合增速+123.22%），公司母公司军民两用产品业绩持续提升，印证了我们在《北方导航（600435）2021 年中报点评：制导控制核心技术为主导，通信等军品多点发力，利润创新高》和《北方导航（600435）2021 年年报点评：公司净利润创十年新高，关联交易规模持续快速提升，制导控制信息化业务增长确定性强》报告中对公司业绩持续看好的观点。

- 1、《北方导航（600435）2021 年中报点评：制导控制核心技术为主导，通信等军品多点发力，利润创新高》；
- 2、《北方导航（600435）2021 年年报点评：公司净利润创十年新高，关联交易规模持续快速提升，制导控制信息化业务增长确定性强》

当前实弹演习增多, 全军弹药消耗大幅增加, 高难课目训练比重持续加大。我们认为, 在军队全面加强练兵备战加大实战化演习的背景下, 弹药作为现代军队不可或缺的消耗性装备, 是名副其实的军队“消耗品”, 其需求量有望在“十四五”期间保持持续稳定增长, 未来业绩或将受益。**实战化训练和备战需求催生了弹药武器装备“成熟型号装备的消耗性补充”与“新型号装备的定型量产”的提升, 构成了公司军品业务所处赛道在“十四五”高景气发展的底层逻辑。**同时, 公司军民两用产品所处的制导控制信息化赛道“十四五”有望维持高景气度, 下游需求旺盛也将持续反映到公司“十四五”未来几年的业绩之中。

#### ◆ 投资建议

我们认为, 1) 公司作为兵器工业集团旗下制导系统上市公司, 制导产品为制导导弹/弹药中价值量较高的部分, 未来**将充分受益于弹药“成熟型号装备的消耗性补充”与“新型号装备的定型量产”两方面带动, 公司军品产品业绩有望持续稳定增长, 产能高点或在“十四五”中后期实现;**

2) 随着“十四五”我国国防信息化建设启动, 军队国防信息化建设有望快速增长, 预计我国军用通信装备的采购数量将迅速增长, 军用通信、卫星通信将迎来快速发展机遇, 利好公司市场布局, 有望受益于行业提速。同时, 公司剥离亏损子公司全部股权, 短期对公司营业收入总规模有所影响, 但剥离亏损业务长期聚焦主业, 将有效提升盈利能力;

我们判断, 公司军民两用产品所处的制导控制信息化赛道“十四五”有望维持高景气度, 下游需求旺盛也将持续反映到公司“十四五”未来几年的业绩之中。**公司预计 2022 年实现营业收入 40 亿元以上, 利润总额 2 亿元以上, 稳步提升高质量发展效益;**

3) 公司以建设“基于数据驱动的智能工厂”为目标, 建设适应公司发展的智能化、柔性化生产线和信息化系统。各产线运行成效显著, 可视化、自动化、标准化、信息化水平大幅提升, 规模效应较强, 同陆军装备部提出的对装备“要坚持质量至上、效益优先, 坚持以高质量为前提的低成本、以低成本为导向的高质量”, 较为契合。

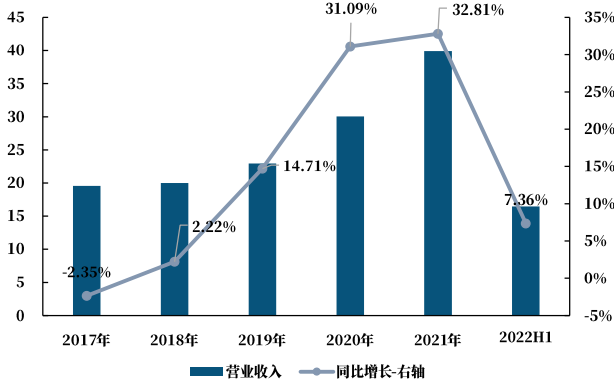
基于以上观点, 我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 51.67 亿元、68.32 亿元和 89.73 亿元, 归母净利润分别为 1.86 亿元、2.44 亿元和 3.15 亿元, EPS 分别为 0.12 元、0.16 元、0.21 元。基于公司所处行业地位以及未来的发展前景, 我们维持“买入”评级, 目标价 11.70 元, 对应 2022-2024 年预测收益的 98 倍、73 倍及 56 倍 PE。

◆ 风险提示

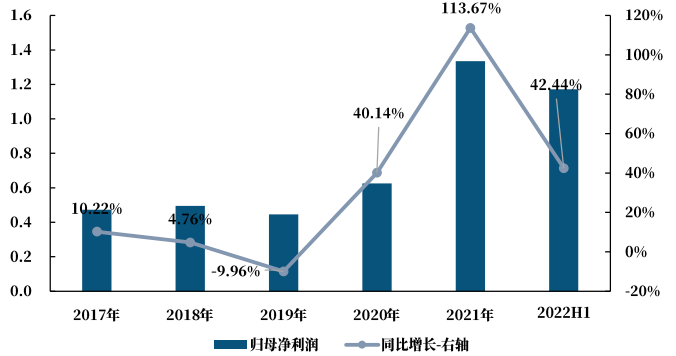
军品交付不及预期、民品市场拓展持续性不及预期、军工客户采购需求存在波动性

财务数据与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3992.05	5166.92	6832.21	8972.75
增长率 (%)	32.81	29.43	32.23	31.33
归母净利润 (百万元)	133.54	186.13	243.52	315.48
增长率 (%)	113.67	39.37	30.84	29.55
毛利率 (%)	20.65	23.78	24.45	25.00
每股收益 (元)	0.09	0.12	0.16	0.21
市盈率 PE	170	73	56	43
市净率 PB	4.42	4.04	3.64	3.24
净资产收益率 ROE (%)	7.03	11.38	12.89	14.50

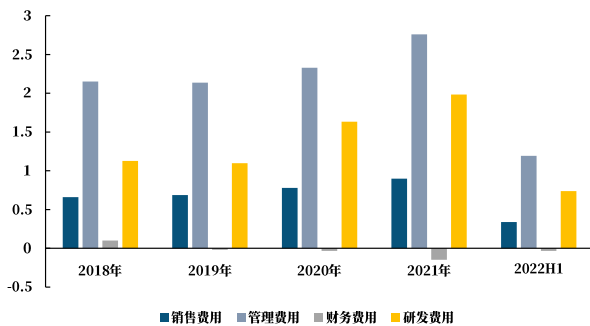
资料来源：iFind, 中航证券研究所

**● 2017-2022 年中报公司主要财务数据**
**图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）**


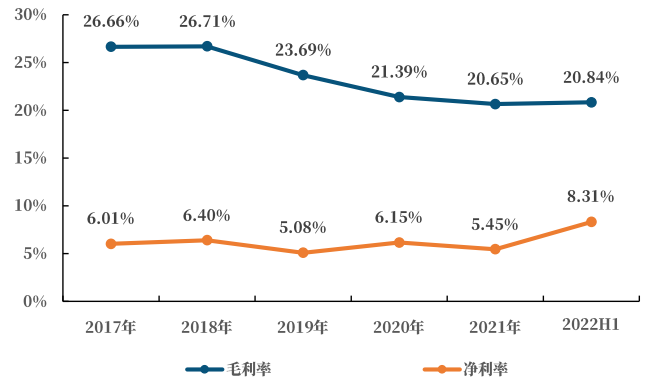
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）**


资料来源：iFind，中航证券研究所

**图3 公司期间费用情况（单位：亿元）**


资料来源：iFind，中航证券研究所

**图4 公司毛利率/净利率变化情况（单位：%）**


资料来源：iFind，中航证券研究所

注：公司 2022 年中报披露营业收入全部为军民两用业务收入

**财务报表与财务指标**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3992.05	5166.92	6832.21	8972.75	货币资金	1470.71	1291.73	1708.05	2243.19
营业成本	3167.67	3938.22	5161.74	6729.56	应收和预付款项	2937.45	3623.80	4747.82	6437.21
营业税金及附加	15.58	20.16	26.66	35.02	存货	705.74	969.21	1230.21	1621.30
销售费用	89.79	134.34	184.47	251.24	其他流动资产	30.60	9.18	12.45	16.21
管理费用	474.20	671.70	956.51	1310.02	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-14.80	0.52	0.68	8.97	投资性房地产	13.01	13.74	13.60	13.55
资产减值损失	-16.60	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	920.73	758.21	593.41	427.55
投资收益	0.00	10.00	9.58	14.60	无形资产和开发支出	274.17	260.98	247.80	234.61
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	120.48	123.27	125.52	126.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产总计</b>	<b>6472.88</b>	<b>7050.11</b>	<b>8678.86</b>	<b>11120.51</b>
<b>营业利润</b>	<b>236.33</b>	<b>411.97</b>	<b>511.73</b>	<b>652.54</b>	短期借款	150.00	69.54	160.15	639.94
其他非经营损益	-2.01	11.90	20.37	18.88	应付和预收款项	2900.46	3409.37	4508.92	5926.67
<b>利润总额</b>	<b>234.32</b>	<b>423.87</b>	<b>532.10</b>	<b>671.42</b>	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	16.77	38.81	47.61	58.54	其他负债	328.25	186.69	251.66	327.96
净利润	217.55	385.06	484.49	612.88	<b>负债合计</b>	<b>3378.71</b>	<b>3665.59</b>	<b>4920.73</b>	<b>6894.58</b>
少数股东损益	84.00	198.94	240.97	297.40	股本	1489.32	1489.32	1489.32	1489.32
归属母公司股东净利润	133.54	186.13	243.52	315.48	资本公积	122.71	122.71	122.71	122.71
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	留存收益	710.40	816.97	949.61	1120.02
经营活动现金流净额	310.50	-4.52	435.57	205.57	归属母公司股东权益	2337.59	2429.00	2561.64	2732.05
投资活动现金流净额	-583.79	0.70	0.71	5.81	少数股东权益	756.58	955.52	1196.49	1493.89
筹资活动现金流净额	-130.00	-175.17	-19.96	323.75	<b>股东权益合计</b>	<b>3094.17</b>	<b>3384.52</b>	<b>3758.13</b>	<b>4225.93</b>
现金流量净额	-403.29	-178.98	416.32	535.13	负债和股东权益合计	6472.88	7050.11	8678.86	11120.51

数据来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。  
风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。  
本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。  
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。  
中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558  
传真: 010-59562637