

聚焦核心业务盈利能力提升，看好公司平台定位



事件：公司发布 20 年中报，实现营收 7.03 亿元，同比下降 29.55%；实现归母净利润-0.24 亿元，减亏 49.46%。

核心观点

- **缩减非自主产品规模，聚焦核心业务，盈利能力改善。** 报告期公司营收下降 29.55% 主要系公司雷达产业和智慧产业缩减缺乏核心竞争力的非自主产品规模所致，从而实现聚集资源专注主业。利润端减亏主要系主营产品毛利率水平上升 8.88pct（其中雷达业务毛利率提升 16.49pct），销售费用率同比下降 0.91pct（人工成本及售后服务费较上年同期减少）所致。但同时由于销售规模的下降以及无形资产摊销、固定资产折旧较上年同期的增加，公司管理费用率提升 4.48pct。综合来看，报告期公司经营效益获得改善。
- **加大产业园建设投入，预收款项。** 报告期末公司在建工程 1.45 亿元，较期初增长 28.18%，同比增长 51.44%，主要系特种产业园建设期持续投入所致，为公司持续增长奠定基础。期末合同负债 4.07 亿元，较期初增长 25.15%，同比增长 28.11%，主要系按协议约定收到的预收合同款项增加所致，说明公司订单持续好转。上半年公司销售收现 7.48 亿元，同比下降 47.34%，购买付现 7.80 亿元，同比下降 31.61%，可能与博微长安感知低空领域项目回款同比减少，以及公司压缩非自主产品规模导致销售与采购金额下降有关。
- **雷达技术与产品取得新进展，智慧产业持续巩固行业地位。** 雷达产业：上半年公司基于数字阵列技术的新型相控阵体制的天气雷达取得关键技术突破，中标两部民航空管雷达大修项目以及飞行试验研究院二次雷达项目，成功研制出拥有完全自主知识产权的高集成度微波数字复合基板，微波产业完成 FKB 模拟器和车载中通过设计投产。智慧产业：北斗应急无线电示位标形成批生产和销售，北斗应急无线电示位标形成批生产和销售，中标贵州省储备粮库等多个智能化升级项目，中标某方舱及车辆改装系统项目等。

财务预测与投资建议

- 考虑到 19 年订单及出货不及预期，调整公司 20-21 年每股收益分别为 0.88、1.04 元（原预测 1.81、1.99 元），新增 22 年 EPS 为 1.19 元。参考可比公司 20 年 56 倍市盈率，给予目标价 49.28 元，维持“买入”评级。

风险提示

产品订单不及预期；改制及专业化整合进度不及预期

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,246	3,671	3,837	4,092	4,353
同比增长(%)	3.7%	-30.0%	4.5%	6.7%	6.4%
营业利润(百万元)	289	118	151	179	206
同比增长(%)	20.7%	-59.2%	28.4%	18.5%	15.0%
归属母公司净利润(百万元)	257	111	139	165	189
同比增长(%)	27.8%	-56.8%	25.4%	18.3%	14.8%
每股收益(元)	1.62	0.70	0.88	1.04	1.19
毛利率(%)	14.9%	18.4%	20.3%	20.6%	20.7%
净利率(%)	4.9%	3.0%	3.6%	4.0%	4.3%
净资产收益率(%)	11.3%	4.6%	5.5%	6.2%	6.7%
市盈率	24.1	55.8	44.5	37.6	32.8
市净率	2.6	2.5	2.4	2.3	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年09月07日)	47.06元
目标价格	49.28元
52周最高价/最低价	58.53/36.17元
总股本/流通A股(万股)	15,918/14,093
A股市值(百万元)	7,491
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2020年09月08日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.57	-11.01	18.66	-17.64
相对表现	0.48	-10.19	1.96	-35.90
沪深300	-3.05	-0.82	16.70	18.26



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	王天一
	021-63325888*6126
	wangtianyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860510120021
证券分析师	罗楠
	021-63325888*4036
	luonan@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860518100001
证券分析师	冯函
	021-63325888*2900
	fenghan@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520070002

相关报告

股权无偿划转获集团批复，上市公司平台作用凸显： 2019-09-08

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

雷达业务由于空管雷达市场主要客户招标延迟等因素影响，公司雷达业务新签合同不及预期，导致雷达业务营收下滑较为明显，公司半年报和季报均同比下滑且未明显改善。**微波组件民品业务**在“中兴事件”发生后订货基本停滞，受影响较大，近期才恢复供货。综合上述原因调整了公司 20~22 年的盈利预测，具体调整如下：

盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
分产品盈利预测						
公共安全						
销售收入	1,526.3	1,572.1		770.5	747.4	724.9
变动幅度				-49.5%	-52.5%	
毛利率	13.0%	13.0%		15.0%	15.0%	15.0%
变动幅度				15.4%	15.4%	
雷达整机与配套						
销售收入	2,690.9	3,054.0		2,116	2,286	2,452
变动幅度				-21.4%	-25.2%	
毛利率	22.9%	22.7%		25%	25%	25%
变动幅度				7.9%	11.0%	
电源产品						
销售收入	717.5	825.1		625.1	687.6	756.4
变动幅度				-12.9%	-16.7%	
毛利率	17.5%	17.5%		19.5%	19.5%	19.5%
变动幅度				11.4%	11.4%	
通信射频						
销售收入	18.0	18.0				
变动幅度						
毛利率	3.0%	3.0%				
变动幅度						
机动化保障						
销售收入	948.8	1,091.1		268.1	308.4	354.6
变动幅度				-71.7%	-71.7%	
毛利率	4.2%	4.2%		4.2%	4.2%	4.2%
变动幅度				0.0%	0.0%	
粮食仓储信息化改造						
销售收入	50.0	55.0		50.0	55.0	56.0
变动幅度				0.0%	0.0%	
毛利率	16.5%	16.5%		16.5%	16.5%	16.5%

变动幅度			0.0%	0.0%	
其他业务					
销售收入	194.7	214.2	7.6	8.4	9.2
变动幅度			-96.1%	-96.1%	
毛利率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
变动幅度			0.0%	0.0%	
销售收入合计	6,146.2	6,829.5	3,837.2	4,092.4	4,353.0
变动幅度			-37.6%	-40.1%	
综合毛利率	16.2%	16.1%	20.3%	20.6%	20.7%
变动幅度			25.7%	27.7%	

主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,146	6,830		3,837	4,092	4,353
变动幅度				-37.6%	-40.1%	
营业利润	315	347		151	179	206
变动幅度				-52.0%	-48.4%	
归属母公司净利润	288	316		139	165	189
变动幅度				-51.6%	-47.9%	
每股收益（元）	1.81	1.99		0.88	1.04	1.19
变动幅度				-51.7%	-48.0%	
毛利率（%）	16%	16%		20%	21%	21%
变动幅度				25.7%	27.7%	
净利率（%）	5%	5%		4%	4%	4%
变动幅度				-23%	-13%	

附：可比公司最新估值
表 1：四创电子可比上市公司估值

公司	代码	最新价格（元） 2020/9/7	每股收益（元）				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
国睿科技	600562	18.72	0.03	0.37	0.44	0.53	558.81	50.83	42.50	35.59
雷科防务	002413	8.80	0.12	0.17	0.22	0.32	71.03	51.01	40.74	27.50
杰赛科技	002544	15.41	0.06	0.09	0.28	0.39	242.68	171.22	55.02	39.90
华力创通	300045	15.25	-0.24	0.23	0.30	0.36	-63.65	67.18	51.00	42.36

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

中航电子	600372	16.52	0.31	0.37	0.44	0.52	52.73	44.68	37.72	31.81
	调整后平均						122.14	56.34	44.75	35.77

注：“调整后”为去掉最高、最低估值后的平均估值水平

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,230	1,192	905	1,091	1,299	营业收入	5,246	3,671	3,837	4,092	4,353
应收票据及应收账款	2,077	1,629	1,688	1,801	1,915	营业成本	4,462	2,996	3,058	3,249	3,450
预付账款	30	40	38	41	44	营业税金及附加	20	18	15	16	17
存货	1,227	1,212	1,070	1,137	1,207	营业费用	114	124	115	123	131
其他	349	439	328	334	341	管理费用及研发费用	317	322	339	362	388
流动资产合计	4,913	4,511	4,030	4,404	4,806	财务费用	46	43	99	99	97
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	85	90	96	100	100
固定资产	808	805	732	658	585	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	67	113	115	116	117	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	290	265	227	189	151	其他	85	39	35	35	35
其他	1,369	1,435	1,366	1,375	1,384	营业利润	289	118	151	179	206
非流动资产合计	2,534	2,618	2,439	2,339	2,238	营业外收入	2	3	5	5	5
资产总计	7,447	7,129	6,469	6,743	7,044	营业外支出	3	(1)	3	3	3
短期借款	1,320	1,271	1,300	1,300	1,300	利润总额	287	121	153	181	208
应付票据及应付账款	2,659	2,127	1,682	1,787	1,897	所得税	26	6	14	16	19
其他	560	558	461	478	497	净利润	262	116	139	165	189
流动负债合计	4,539	3,955	3,442	3,565	3,694	少数股东损益	4	5	0	0	0
长期借款	150	401	401	401	401	归属于母公司净利润	257	111	139	165	189
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.62	0.70	0.88	1.04	1.19
其他	347	276	0	0	0						
非流动负债合计	497	676	401	401	401	主要财务比率					
负债合计	5,036	4,632	3,843	3,966	4,095		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	22	24	24	24	24	成长能力					
股本	159	159	159	159	159	营业收入	3.7%	-30.0%	4.5%	6.7%	6.4%
资本公积	911	911	911	911	911	营业利润	20.7%	-59.2%	28.4%	18.5%	15.0%
留存收益	1,319	1,404	1,532	1,683	1,855	归属于母公司净利润	27.8%	-56.8%	25.4%	18.3%	14.8%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,411	2,498	2,626	2,777	2,950	毛利率	14.9%	18.4%	20.3%	20.6%	20.7%
负债和股东权益总计	7,447	7,129	6,469	6,743	7,044	净利率	4.9%	3.0%	3.6%	4.0%	4.3%
						ROE	11.3%	4.6%	5.5%	6.2%	6.7%
						ROIC	8.2%	3.8%	5.3%	5.7%	6.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	67.6%	65.0%	59.4%	58.8%	58.1%
净利润	262	116	139	165	189	净负债率	10.3%	21.4%	31.1%	22.7%	14.3%
折旧摊销	87	106	114	114	114	流动比率	1.08	1.14	1.17	1.24	1.30
财务费用	46	43	99	99	97	速动比率	0.79	0.80	0.82	0.88	0.93
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(159)	(293)	(307)	(98)	(99)	应收账款周转率	2.8	1.9	2.1	2.2	2.2
其它	(103)	105	(198)	21	22	存货周转率	3.8	2.2	2.4	2.6	2.6
经营活动现金流	132	76	(153)	301	323	总资产周转率	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(253)	(80)	(1)	(1)	(1)	每股指标(元)					
长期投资	0	(29)	30	0	0	每股收益	1.62	0.70	0.88	1.04	1.19
其他	(73)	(122)	65	0	0	每股经营现金流	0.83	0.48	-0.96	1.89	2.03
投资活动现金流	(326)	(231)	94	(1)	(1)	每股净资产	15.01	15.54	16.35	17.29	18.38
债权融资	247	231	(147)	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	24.1	55.8	44.5	37.6	32.8
其他	(164)	(128)	(81)	(113)	(114)	市净率	2.6	2.5	2.4	2.3	2.1
筹资活动现金流	82	103	(228)	(113)	(114)	EV/EBITDA	15.9	25.2	18.4	17.1	16.1
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.1	41.8	26.8	24.1	22.1
现金净增加额	(112)	(52)	(287)	186	208						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

