

## 四创电子(600990)/国防军工

## 缩减非自主产品规模, 盈利能力大幅提升

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 47.98

分析师: 李聪

执业证书编号: S0740520050002

电话: 010-59013903

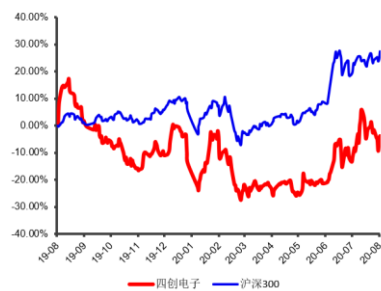
Email: licong@r.qlzq.com.cn

研究助理: 范方舟

Email: fanfz@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	159.18
流通股本(百万股)	140.93
市价(元)	47.98
市值(百万元)	7637.41
流通市值(百万元)	6761.87

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

相关报告一: 四创电子 2020 年一季报点评《一季度归母净利润略有下滑, 长期看好公司平台价值》2020.4.28

相关报告二: 四创电子 2019 年年报点评《短期业绩承压, 持续看好公司平台价值》2020.4.25

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,246	3,671	4,777	5,945	7,138
增长率 yoy%	3.75%	-30.03%	30.13%	24.45%	20.06%
净利润	257	111	145	181	217
增长率 yoy%	27.82%	-56.83%	30.49%	24.82%	20.00%
每股收益(元)	1.62	0.70	0.91	1.14	1.36
每股现金流量	0.83	0.48	-4.84	10.19	-9.47
净资产收益率	10.77%	4.49%	3.81%	4.57%	3.56%
P/E	29.68	68.76	52.70	42.22	35.18
PEG	-2.85	2.75	-5.38	-4.06	1.41
P/B	3.20	3.09	2.01	1.93	1.25

备注: 采用 2020/08/28 行情数据

**投资要点**

- 事件:** 2020 年 8 月 28 日, 公司发布 2020 年中报, 报告期内, 公司实现营业收入 7.03 亿元, 同比减少 29.55%; 上半年归属于母公司所有者的净利润亏损 2401.79 万元, 上年同期净亏损 4751.95 万元, 亏损缩窄; 基本每股收益-0.1509 元, 上年同期基本每股收益-0.2985 元。
- 缩减非自主产品规模, 雷达毛利率同比提升 16 个百分点。** 报告期内, 公司实现营业收入 7.03 亿元, 同比减少 29.55%, 主要由于报告期公司缩减缺乏核心竞争力的非自主产品规模, 导致雷达产业和智慧产业收入减少, 整体毛利率同比提升 8.83 个百分点。各业务领域, 雷达产品业务规模 3.44 亿元, 同比减少 20.66%, 毛利率为 32.52%, 同比大幅提升 16.49 个百分点。公共安全产品业务规模 1.78 亿元, 同比下滑 42.31%, 而毛利率同比提升 4.84 个百分点; 电源产品业务规模 1.78 亿元, 同比下滑 27.58%, 毛利率同比下降 1.73 个百分点。
- 合同资产与合同负债合计 10.65 亿元, 看好全年业绩增长。** 报告期内, 公司合同资产余额 6.57 亿元, 合同负债余额 4.08 亿元, 在手已交付但未完成与未交付的订单规模达 10.65 亿元, 看好公司全年业绩增长。2020 年上半年, 公司销售费用下滑 39.39%, 研发费用下滑 11.91%; 而财务费用同比增长 20.79%, 管理费用同比增长 5.16%, 在营收规模下滑的背景下, 费用率同比增加 6.89 个百分点。
- 公司中标多个雷达项目, “十四五”期间有望持续受益。** 公司深耕民航空管雷达市场, 参与民航空管局“十四五”规划制定工作, 中标两部空管雷达大修项目; 中标中国飞行试验研究院二次雷达项目。此外, 公司积极做好空管售后服务和军、民航空管整机交付工作, 顺利完成空管一二次合装雷达系统在山西太原的现场验收; 博微长安的雷达改进项目已进入工程研制阶段。此外, 公司成功研制出拥有自主知识产权的高集成度微波数字复合基板, 有利于提高公司在微波、5G 通信、防撞雷达等细分市场的竞争力。
- 中电博微子集团唯一上市平台, 持续看好公司平台价值。** 公司控股股东中国电科 38 所是我国一流的军民雷达研制生产基地, 在电子信息技术和系统工程方面具有强大的综合实力。公司背靠中电科 38 所优质资产及资源优势, 持续拓展雷达业务。加之博微长安子集团内部资源整合加速, 公司作为子集团旗下唯一上市公司, 平台价值凸显, 或将持续受益。
- 盈利预测及投资建议:** 我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 47.77/ 59.45/ 71.38 亿元, 同比增长 30.13%/ 24.45%/ 20.06%; 实现归母净利润 1.45/ 1.81/ 2.17 亿元, 同比增长 30.49%/ 24.82%/ 20.00%; 对应 EPS 分别为 0.91/ 1.14/ 1.36 元; PE 分别为 52.70/ 42.22 / 35.18 倍。维持“买入”评级。
- 风险提示:** 应收账款不及预期; 市场竞争以及价格风险; 政策风险。

**四创电子盈利预测**
**损益表 (人民币百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>5,246</b>	<b>3,671</b>	<b>4,777</b>	<b>5,945</b>	<b>7,138</b>
增长率	3.7%	-30.0%	30.1%	24.5%	20.1%
营业成本	-4,462	-2,996	-3,876	-4,815	-5,769
% 销售收入	85.1%	81.6%	81.1%	81.0%	80.8%
毛利	784	675	901	1,130	1,368
% 销售收入	14.9%	18.4%	18.9%	19.0%	19.2%
营业税金及附加	-20	-18	-24	-34	-44
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
营业费用	-114	-124	-225	-288	-353
% 销售收入	2.2%	3.4%	4.7%	4.9%	5.0%
管理费用	-196	-203	-310	-395	-485
% 销售收入	3.7%	5.5%	6.5%	6.7%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	455	330	341	412	486
% 销售收入	8.7%	9.0%	7.1%	6.9%	6.8%
财务费用	-46	-43	-73	-99	-125
% 销售收入	0.9%	1.2%	1.5%	1.7%	1.8%
资产减值损失	85	-51	88	88	88
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	494	237	356	401	448
营业利润率	9.4%	6.5%	7.4%	6.7%	6.3%
营业外收支	-1	4	-5	-6	-9
税前利润	<b>493</b>	<b>241</b>	<b>351</b>	<b>395</b>	<b>440</b>
利润率	9.4%	6.6%	7.3%	6.7%	6.2%
所得税	-26	-6	-24	-32	-38
所得税率	5.2%	2.4%	6.9%	8.0%	8.7%
净利润	262	116	151	188	226
少数股东损益	4	5	6	7	9
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>257</b>	<b>111</b>	<b>145</b>	<b>181</b>	<b>217</b>
净利率	4.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	262	116	151	188	226
加: 折旧和摊销	99	126	126	129	132
资产减值准备	85	90	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	66	79	73	99	125
投资收益	0	0	0	0	0
少数股东损益	4	5	6	7	9
营运资金的变动	-314	-479	-1,120	1,206	-1,991
<b>经营活动现金净流</b>	<b>132</b>	<b>76</b>	<b>-770</b>	<b>1,622</b>	<b>-1,508</b>
固定资本投资	-127	-43	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-326</b>	<b>-231</b>	<b>-78</b>	<b>-82</b>	<b>-76</b>
股利分配	-27	-27	-22	-30	-41
其他	109	130	1,229	-1,131	2,012
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>82</b>	<b>103</b>	<b>1,207</b>	<b>-1,161</b>	<b>1,971</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-111</b>	<b>-52</b>	<b>359</b>	<b>379</b>	<b>387</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,230	1,192	1,551	1,930	2,317
应收款项	2,175	1,775	3,365	3,032	4,649
存货	1,227	1,212	1,943	1,975	2,720
其他流动资产	281	333	343	355	365
流动资产	4,913	4,511	7,202	7,292	10,051
% 总资产	66.0%	63.3%	73.7%	74.4%	80.4%
长期投资	0	29	39	52	69
固定资产	808	805	755	702	648
% 总资产	10.8%	11.3%	7.7%	7.2%	5.2%
无形资产	497	506	469	431	392
非流动资产	2,534	2,618	2,566	2,514	2,456
% 总资产	34.0%	36.7%	26.3%	25.6%	19.6%
<b>资产总计</b>	<b>7,447</b>	<b>7,129</b>	<b>9,768</b>	<b>9,806</b>	<b>12,508</b>
短期借款	1,320	1,271	1,366	734	900
应付款项	3,059	2,509	3,717	4,629	5,008
其他流动负债	159	175	175	175	175
流动负债	4,539	3,955	5,258	5,538	6,083
长期贷款	150	401	401	0	0
其他长期负债	347	276	276	276	276
<b>负债</b>	<b>5,036</b>	<b>4,632</b>	<b>5,934</b>	<b>5,813</b>	<b>6,359</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,390</b>	<b>2,474</b>	<b>3,804</b>	<b>3,955</b>	<b>6,103</b>
少数股东权益	22	24	30	37	46
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,447</b>	<b>7,129</b>	<b>9,768</b>	<b>9,806</b>	<b>12,508</b>

**比率分析**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	1.62	0.70	0.91	1.14	1.36
每股净资产 (元)	15.01	15.54	23.90	24.85	38.34
每股经营现金净流 (元)	0.83	0.48	-4.84	10.19	-9.47
每股股利 (元)	0.17	0.17	0.14	0.19	0.25
<b>回报率</b>					
净资产收益率	10.77%	4.49%	3.81%	4.57%	3.56%
总资产收益率	3.51%	1.62%	1.54%	1.92%	1.81%
投入资本收益率	27.55%	12.15%	13.52%	10.36%	23.98%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	3.75%	-30.03%	30.13%	24.45%	20.06%
EBIT增长率	49.49%	2.95%	-33.51%	28.01%	22.74%
净利润增长率	27.82%	-56.83%	30.49%	24.82%	20.00%
总资产增长率	15.44%	-4.27%	37.02%	0.38%	27.56%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	115.5	167.2	167.2	167.2	167.2
存货周转天数	75.1	119.6	118.9	118.6	118.4
应付账款周转天数	143.0	220.0	181.5	200.7	191.1
固定资产周转天数	47.8	79.1	58.8	44.1	34.0
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	11.88%	7.04%	-2.83%	-38.28%	-42.84%
EBIT利息保障倍数	8.1	8.9	3.5	3.3	3.2
资产负债率	67.62%	64.97%	60.75%	59.29%	50.84%

来源: 中泰证券研究所

## 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。