

康拓红外 (300455) 2019 年报点评: 公司业务拓展至航天及核工业领域, 营收归母净利实现稳定增长

行业分类: 国防军工

2020 年 4 月 29 日

公司投资评级	持有
当前股价(2020.4.28)	13.10

基础数据 (2020.4.28)

上证指数	2810.02
总股本(亿股)	7.18
流通 A 股(亿股)	5.00
资产负债率	36.77%
ROE(加权)	18.30%
PE(TTM)	67.96
PB(LF)	6.48

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 4 月 28 日公告, 2019 年营收 9.28 亿元 (+19.17%), 归母净利润 1.43 亿元 (+14.35%), 毛利率 32.32% (-0.49pcts), 净利率 15.43% (-0.65pcts); 2020 年 Q1 营收 0.89 亿元 (+16.22%), 归母净利润 835.42 万元 (+1.35%), 毛利率 30.52% (-10.91pcts), 净利率 9.43% (-13.83pcts)。

➤ **投资要点:**

● **重大资产重组圆满收官, 公司营收归母净利实现稳定增长**

2019 年, 公司重大资产重组圆满收官, 本次交易为同一控制下的企业合并, 交易标的轩宇空间和轩宇智能纳入合并报表, 促使公司业务规模扩大, 盈利能力增强, 对比经过公司调整后的 2018 年财务报表, 公司营业收入 (9.28 亿元, +19.17%) 及归母净利润 (1.43 亿元, +14.35%) 均实现稳定增长, 净资产收益率 (加权) 达到 18.30% (+2.99pcts), 创公司上市以来新高。其中, 公司**铁路安全检测、检修及智能仓储系统业务收入** (3.15 亿元, +0.86%) 及毛利率 (39.76%, -0.96pcts) 基本维持在小范围波动; **测控仿真及微系统业务收入** 主要来源于 2019 年公司注入的子公司轩宇空间, 受益于宇航和军工领域整体的发展, 公司该业务收入 (4.59 亿元, +28.08%) 及毛利率 (29.34%, +2.01pcts) 均保持快速增长; **核工业及特殊环境智能装备系统业务收入** 主要来源于公司 2019 年注入的子公司轩宇智能, 该业务收入 (1.53 亿元, +42.60%) 实现快速增长, 而毛利率 (26.01%, -2.08pcts) 出现小幅下滑。可以看出, 2019 年公司测控仿真及微系统业务、核工业及特殊环境智能装备系统业务收入增长快速, 两个新增业务目前已经成为公司新的收入增长点, 由于毛利率较低的核工业及特殊环境智能装备系统产品收入占比 (16.56%, +2.72pcts) 有所提升, 导致了公司整体毛利率 (32.32%, -0.49pcts) 出现小幅下滑。同时, 公司子公司轩宇空间 2020 年及 2021 年的扣非归母净利润业绩承诺分别为 0.84 亿元及 0.98 亿元, 轩宇智能 2020 年及 2021 年的扣非归母净利润业绩承诺分别为 0.22 亿元及 0.27 亿元, 我们认为, 两家公司在 2019 年均超额完成了业绩承诺, 且收入增幅维持在较高水平, 未来将为公司收入净利稳定增长奠定坚实的基础。

2020 年 Q1 公司营业收入 (0.89 亿元, +16.22%) 延续了 2019 年的稳定增长, 而归母净利润 (835.42 万元, +1.35%) 较 2019 年同期

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

基本持平，我们认为主要原因为公司 2019 年新增的测控仿真及微系统业务、核工业及特殊环境智能装备系统业务的主要客户为航天科技、航天科工及中核集团等军工央企所属企事业单位，部分毛利率较高的军品结算一般具有季节性因素，我们预计在该部分产品四季度集中确认收入后，公司 2020 年全年归母净利润将恢复稳定增长。

费用方面，公司管理费用率 (5.20%，-0.68pcts) 在公司营收稳定增长背景下出现了下降，体现出公司的治理促使公司盈利能力提升。现金流方面，由于 2019 年公司经营状况良好，利用商业信用提升了资金的使用效率，公司经营活动产生的现金流净额 (0.71 亿元，+129.14%) 出现大幅增长。其他财务数据方面，2019 年末公司存货账面价值 (4.40 亿元，+21.21%) 出现快速增长，其中在产品账面价值 (2.82 亿元，+61.45%) 增速最高，我们认为这是由于公司 2019 年营业收入在实现了稳定增长基础上，加大了 2020 年的备货力度所致，2020 年 Q1 公司存货账面价值 4.73 亿元，我们认为这是由于受到 2020 年初新冠肺炎疫情影响，部分产品交付出现延迟所致，伴随国内疫情的逐渐好转，我们预计 2020 年下半年公司存货便有望兑现至公司业绩。应收账款方面，公司 2019 年末应收账款 (5.19 亿元，+34.37%) 快速增长，2020 年 Q1 继续上升至 5.34 亿元，我们认为主要原因是由于公司 2019 年新增的收入增速较高的测控仿真及微系统业务应用业务、核工业及特殊环境智能装备系统业务的主要客户为航天科技、航天科工及中核集团等军工央企所属企事业单位，而受该类客户较长的内部审批程序及军品的特殊结算模式影响，导致公司应收账款快速增长，但公司作为航天科技集团所属上市公司，客户主要以国企为主，我们预计回款有所保障，出现坏账的风险较小。

● 公司三大业务市场需求均或实现快速增长，有望助力公司 2020 年业绩稳定提升

公司隶属于航天科技集团公司下属空间技术研究院，在 2019 年完成重大资产重组后，公司形成了以控制技术为基础的铁路车辆运行安全检测及检修和智能仓储系统、智能测试仿真系统和微系统及控制部组件、核工业自动化装备系统三大板块业务。

① 铁路车辆运行安全检测及检修和智能仓储系统业务

铁路车辆运行安全检测及检修方面，公司主要面向国内轨道交通市场，包括全国铁路和城市轨道交通。公司研制的铁路车辆红外线轴温探测系统 (THDS 系统) 系列产品，已在全路 18 个铁路局集团公司、地方铁路合资公司得到普遍应用，截至 2019 年底，公司 THDS 产品全路保有量达到 2890 套，市场占有率超过 40%，铁路车辆运行故障动态图像检测系统则实现了铁路列检作业方式的重大变革，目前已有 360 余套产品在全路列检作业场推广使用；智能仓储方面，公司产品用于轨道交通检修领域的新建及设备的智能化升级和扩能改造，已推广应用于各大动车检修基地及各大功率机车检修基地，其中 10 吨级重载智能仓储系统获得了国内唯一专利，在全国动车组转向架智能立体库项目市场竞争中，是唯一具备技术资质的厂家，公司垄断了该类型产品国内市场业务。2019 年，公司立体库产品完成了北京机务段轮对立体库等项目；信息化相关业务完成 5T 集中监控中心及综合应用系统等项目。

2020 年 4 月 26 日，根据中国经营报报道，截至目前，不完全统计，2020 年全国铁路固定资产投资额已经超过 8150 亿元，全年总投资望超 8200 亿元。据统计，全国铁路投资已连续 6 年超过 8000 亿元，而 2020 年作为十三五收官之年，全国铁路投资额已创新高，同时，2019 年我国新增城市轨道交通运营线路 968.77 公里，同比增长 32.94%，创历史新高。基于以上事实，我们认为，伴随铁路投资增长带来的新里程的通车、新车的购置将带动铁路车辆安全检测系统配置需求，国内城市轨道交通运营的新建也将为公司智能仓储业务带来更多的智能化升级和扩能改造的需求，公司铁路车辆运行安全检测及检修和智能仓储系统业务收入有望在 2020 年恢复稳定增长。

② 智能测试仿真系统和微系统及控制部组件业务

智能测试仿真系统方面，公司产品主要应用于航空航天等复杂智能装备领域，2019 年成功中标真空容器和热沉研制项目，实现了公司在大型真空环模业绩上零的突破，成功通过兴原认证中心审核，成为中核集团的合格供应方。同时公司承接了推力器组装测试智能生产线等多个智能生产线项目；微系统及控制部组件方面，公司产品包括基于模块化、集成化的微系统、基于微系统技术的高密度集成轻小型

化的控制部组件以及用于航空航天等复杂智能装备的控制系统。2019 年公司成功中标国网信通产业集团公开招标项目，并被正式纳入国家电网供方体系。核心部组件方面公司完成航天科技集团一院系列相关产品的研制和交付工作，获得中国海洋大学光学传感器辅助支持产品研制任务，首次进入了海洋水文气象领域。

据中国航天报披露，2019 年航天科技集团完成 27 次运载火箭发射任务，将 43 颗卫星送入预定轨道，其中 38 颗由航天科技集团研制。我们认为，公司作为航天科技集团所属五院智能装备领域上市公司平台，智能测试仿真系统和微系统及控制部组件业务与我国运载火箭及航天器的研制密切相关，目前航天科技集团已宣布 2020 年，其宇航发射有望突破 40 次，同时将发射 60 余颗航天器，均创历史新高，将带动公司智能测试仿真系统和微系统及控制部组件业务的需求，另外该业务 2019 年已经开始向核工业及国家电网相关应用拓展，有望形成新的增量市场，综上所述我们预计 2020 年公司智能测试仿真系统和微系统及控制部组件业务将会实现高速增长。

③核工业自动化装备板块

在核工业自动化装备方面，公司主要从事应用于特殊环境可远程操作的自动化装备产品的研发、生产与销售，核心产品为特殊作业机器人，包括智能精密装配系统、热室自动化平台、手套箱自动化平台，耐辐射关键器件（摄像头、控制器、驱动器）、探测机器人系统。2019 年，公司成功中标后处理检维修容器工程样机科研项目，为后续后处理工程任务获取奠定坚实基础，同时落实了军用、医疗机器人方面的技术预研课题，未来有望开拓医疗智能装备等新领域市场。

根据《国家核电发展专题规划 2005-2020》，我国核电及特种装备产业将实现大规模快速发展。在特种环境应用领域，如高温、高辐射、高腐蚀等环境下的特殊作业工种急需实现机器人替代人工，随着我国正在大力推进的高端装备体系化、信息化、自主化发展，该领域未来对机器人和智能装备的需求将大幅增加，公司披露子公司轩宇智能在核工业领域具有一定的市场知名度和行业地位，积累了较为丰富的工程经验，通过完成多个智能装备项目，形成了项目设计、质量管理、资源保障等业务规范。因此我们预计伴随未来几年核工业的快速发展，公司在核工业自动化装备的市场拓展将持续加速。

注：由于公司与 2019 年完成的资产重组交易标的公司的实际控制人同为航天科技集团，本次交易为同一控制下的企业合并，公司已对 2019 年及 2018 年的财务数据进行调整，与公司披露的 2019 年季报，半年度报告有所差异，为保证可比性，本报告分析中涉及使用的 2019 年财务数据及 2018 年财务数据均为公司 2019 年度报告中经公司调整后的财务数据。

► 投资建议

我们认为，公司作为航天科技集团五院智能装备领域的产业发展平台、体制机制创新平台、资产证券化平台，技术积淀深厚，2019 年重大资产重组的收官使公司业务拓展至航天及核工业领域，伴随当前国内疫情的逐渐好转，十三五收官之年，公司大量存货或将兑现至业绩；我国在铁路投资的持续增长及城轨交通运营的新建有望刺激公司铁路车辆运行安全检测及检修和智能仓储系统业务的相关市场需求，使公司该业务恢复增长态势；航天科技集团在 2020 年次数创新高的发射计划以及公司在核工业、国家电网相关应用领域的拓展将成为公司测试仿真系统和微系统及控制部组件业务实现持续高速增长的有力保障；公司核工业自动化装备业务有望受益于我国核电及特种装备产业的大规模快速发展；公司在营收增长状态下保持管理费用率的下降，代表公司的盈利能力有所增强。

基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 12.07 亿元、15.08 亿元和 18.48 亿元，归母净利润分别为 1.74 亿元、2.08 亿元、2.45 亿元，EPS 分别为 0.24 元、0.29 元、0.34 元，当前股价分别对应 54 倍、45 倍及 38 倍 PE。

➤ 风险提示：公司核工业自动装备市场推广不及预期；航天产品技术研发周期较长。

➤ 盈利预测：

单位: 百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	778.51	927.74	1206.56	1507.63	1848.37
增长率 (%)	19.94	19.17	30.05	24.95	22.60
归属母公司股东净利润	125.21	143.18	174.20	208.27	245.47
增长率 (%)	29.36	14.35	21.66	19.56	17.86
每股收益 (EPS)	0.20	0.23	0.24	0.29	0.34

数据来源：WIND，中航证券金融研究所



◆ 2015-2019 年公司年报主要财务数据

图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所
注: 表中 2017 年及 2018 年数据未经调整

图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所
注: 表中 2017 年及 2018 年数据未经调整

图 3: 公司年报三费情况 (单位: 百万元)



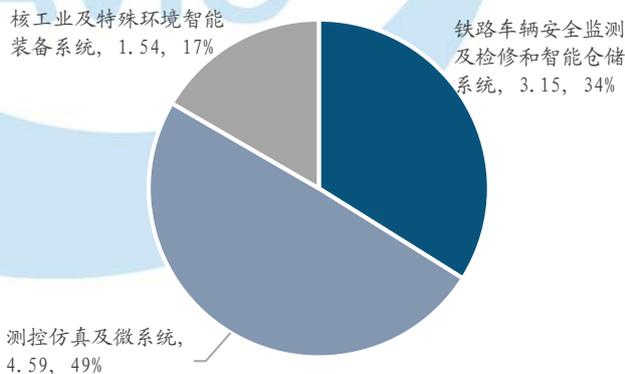
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所
注: 表中管理费用包含研发费用, 2017 年及 2018 年数据未经调整

图 4: 公司年报研发投入及其占营收比例情况 (单位: 百万元; %)



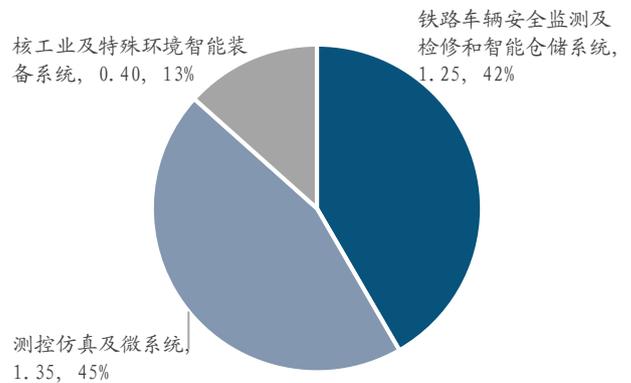
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所
注: 表中 2017 年及 2018 年数据未经调整

图 5: 公司 2019 年收入构成 (亿元; %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 6: 公司 2019 营业利润构成情况 (单位: 亿元; %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所



报表预测				
利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	927.74	1206.56	1507.63	1848.37
减: 营业成本	627.85	826.84	1042.94	1286.36
营业税金及附加	4.26	3.86	5.13	7.21
销售费用	30.19	38.37	46.43	59.33
管理费用	101.00	123.55	158.15	191.68
财务费用	9.26	15.13	17.61	23.97
资产减值损失	-0.75	2.00	2.00	2.00
加: 投资收益	0.00	3.21	4.21	5.12
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	166.87	200.03	239.58	282.94
加: 其他非经营损益	0.39	0.32	0.34	0.34
利润总额	167.26	200.35	239.92	283.27
减: 所得税	24.08	26.15	31.65	37.81
净利润	143.18	174.20	208.27	245.47
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	143.18	174.20	208.27	245.47
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	742.41	301.64	376.91	462.09
应收和预付款项	609.51	807.39	1019.26	1268.61
存货	440.31	602.55	763.45	944.11
其他流动资产	14.76	3.57	5.08	6.68
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	0.00	12.29	23.44	33.46
无形资产和开发支出	130.18	127.36	124.54	121.72
其他非流动资产	341.29	354.52	367.04	378.84
资产总计	2278.46	2209.32	2679.71	3215.51
短期借款	237.95	147.48	232.39	366.43
应付和预收款项	453.65	499.38	664.63	808.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	146.23	67.34	79.30	91.87
负债合计	837.83	714.20	976.32	1266.65
股本	717.77	717.77	717.77	717.77
资本公积	453.72	453.72	453.72	453.72
留存收益	268.48	442.68	650.95	896.42
归属母公司股东权益	1440.63	1614.17	1822.44	2067.91
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1440.63	1614.17	1822.44	2067.91
负债和股东权益合计	2278.46	2328.37	2798.76	3334.56
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	70.76	-200.82	21.62	-12.14
投资活动现金流净额	-67.36	-24.65	-23.65	-22.74
筹资活动现金流净额	514.28	-96.25	77.30	120.07
现金流量净额	517.68	-321.72	75.27	85.18

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 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。

我们设定的行业投资评级如下:

- 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。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

王菁菁, SAC 执业证书号: S0640518090001, 英国萨里大学理学硕士, 从事机械军工行业研究。

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, 在此申明, 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。