

审慎推荐-A (首次)

华力创通 300045.SZ

当前股价: 16.51 元  
2020年08月03日

核心业务稳步增长, 北斗及卫星通信打开成长空间

基础数据

上证综指	3368
总股本(万股)	61591
已上市流通股(万股)	42875
总市值(亿元)	102
流通市值(亿元)	71
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	-7.8
资产负债率	24.6%
主要股东	高小离
主要股东持股比例	17.68%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

王超

010-57601716  
wangchao18@cmschina.com.cn  
S1090514080007

岑晓翔

cenxiaoxiang@cmschina.com.cn  
S1090518090007

杨雨南

yangyunan@cmschina.com.cn  
S1090520050001

事件:

公司发布2020年半年度报告, 期内实现营业总收入3.55亿, 同比增长12.07%, 归母净利润3136万元, 同比增55.84%。

评论:

1、核心业务稳步增长, 仿真业务表现突出。

公司主营业务已经涵盖卫星应用、仿真测试、雷达信号处理、轨道交通、无人系统等国家战略性新兴产业领域。分业务来看, 公司期内: 1) 卫星应用业务实现收入(0.92亿, +4.08%), 毛利率提升1.89pct.至61.57%; 2) 雷达信号处理业务实现收入(0.59亿, +5.87%), 毛利率提升0.83pct.至48.77%; 3) 机电仿真测试业务实现收入(0.51亿, +4.30%), 毛利率下降2.76pct.至34.49%; 4) 仿真应用集成业务实现收入(0.54亿, +31.71%), 毛利率提升5pct.至24.93%; 5) 轨道交通应用业务实现收入(0.48亿, -2.40%), 毛利率大幅下滑11.29pct.至28.42%; 6) 代理及其他业务实现收入(0.50亿, +8.41%), 毛利率提升0.53pct.至8.41%; 公司各项业务中, 除民品轨道交通业务受疫情影响出现下滑外, 其余业务均实现正增长, 其中仿真测试业务得益于适用于我国列车制动系统存储单元产品完成型式研制和验证, 进入小批量生产阶段, 业务增长表现突出, 目前公司成功研制采用100%国产化方案的AFDX终端板卡并顺利交付客户, 未来有望成为批量配套产品, 带动业务持续增长。

2、北斗及卫星通信领域持续研发, 有望享受行业红利。

2020年, 我国北斗三号星座系统实现全球组网, 公司紧跟北斗发展步伐, 报告期内, 公司已完成北斗三号导航基带芯片的前端和后端设计工作, 多模多频抗干扰基带处理芯片的前端设计工作, 新一代的“北斗芯”有望完成研制, 投向市场。在卫星移动通信领域, 公司一方面完成了三款天通产品、近千台套设备的交付部署, 另一方面, 公司积极跟踪新一代低轨卫星通信技术趋势, 与银河航天、中国信息通信研究院已携手完成了优化的5G信号体制在低轨卫星星座上应用的技术试验, 公司承担了系统有关专用测试设备、仪表和测试信号处理的研制研究, 为该系统的产业化发展和保证系统的安全稳定运行, 提供了关键技术支撑。2020年, 卫星互联网正式被纳入新基建范畴, 将带动相关产业长期发展, 公司长期专注于我国卫星应用核心芯片的自主研发, 已经掌握了基带算法、精密定轨、组合导航、多系统、抗干扰、低功耗、小型化等芯片设计核心技术, 并已拥有独立自主的“北斗芯”和“天通芯”, 预计随着北斗应用端发展开始加速, 以及我国卫星互联网产业落地, 公司有望充分享受行业红利。

3、加强芯片设计能力, 构筑核心竞争力。

面对国家大力发展集成电路和航天技术的良好机遇, 公司在成都设立全资子公司华力智芯(成都)集成电路有限公司, 专注于卫星应用集成电路设计, 重点开展北斗三号、天通卫星、卫星互联网等国家重大航天工程急需的芯片研究, 有助于提升公司在集成电路领域的技术实力, 增强公司核心竞争力。

4、业绩预测

预测2020-2022年公司归母净利润分别为1.32亿、1.87亿和2.49亿元, 对应PE估值分别为77、54、41倍, 首次覆盖, 给予“审慎推荐-A”评级!

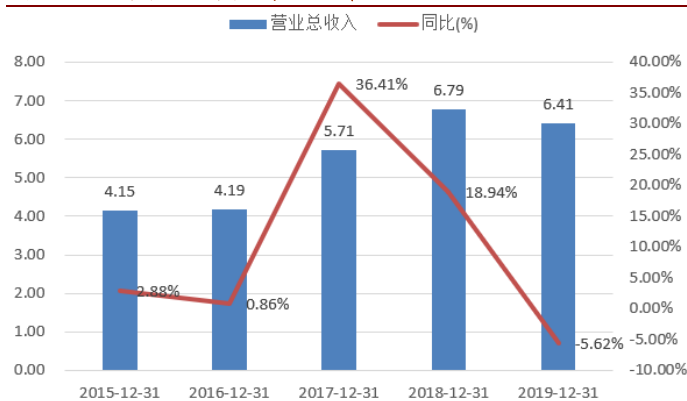
风险提示: 北斗应用市场开拓缓慢, 公司应收账款占比较高。

## 公司基本情况

华力创通成立于 2001 年，自成立以来专注于国内国防、政府及行业信息化技术与创新应用 20 余年，主营业务覆盖了卫星应用、仿真测试、雷达信号处理、无人系统、轨道交通等国家战略新兴产业领域，向用户提供先进的技术、产品、系统解决方案及服务。在国防军工市场，依托核心技术，致力于为航空航天、国防电子、信息化等提供先进的器件、终端、系统和解决方案。在政府及行业市场，业务体系涵盖智慧城市、空间信息、应急通信、变形监测、海洋工程等，为客户提供整套系统及持续运营解决方案。公司在不断加强卫星应用、集成电路、智能制造等硬核科技领域投入的同时，积极推进产业化、集团化建设，在国民经济下行压力持续加重的情况下，坚持“稳中求进、狠抓重点、化危为机”的经营策略，持续技术突破，推动产业发展。

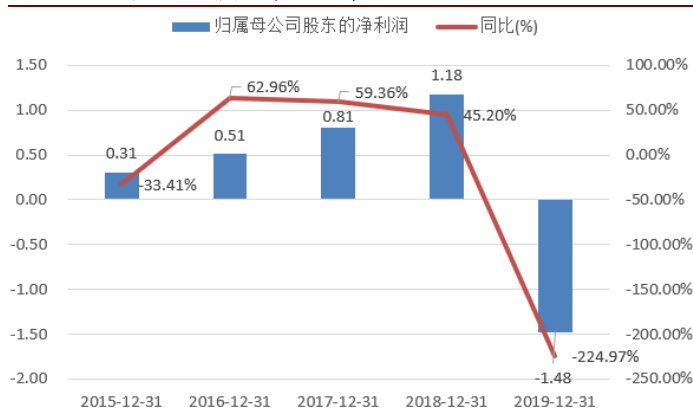
近年来公司卫星应用、仿真测试、雷达信号处理等主业保持平稳增长，2016 年，公司作价 4 亿收购明伟万盛，切入城市轨交领域，帮助公司收入规模实现较大增长，但由于城市轨道交通投资建设放缓收紧，部分公司原有项目预期放缓或取消，同时原有在建项目工程进度不及预期，导致公司轨交业务发展不及预期。2019 年，公司计提资产减值 2.19 亿，导致业绩出现大幅下滑。

图 1：公司营收增长情况（单位：亿）



资料来源：Wind，招商证券

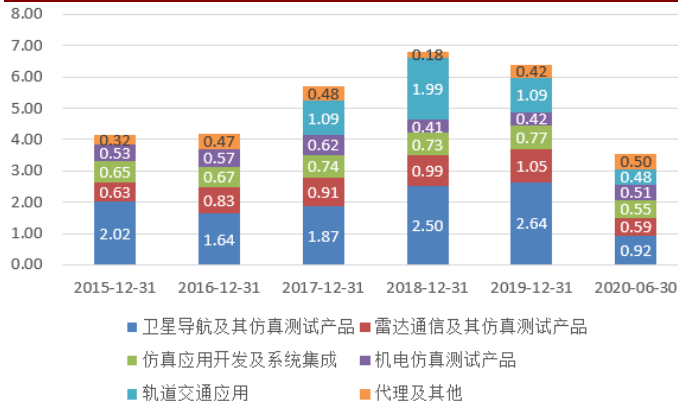
图 2：公司利润增长情况（单位：亿）



资料来源：Wind，招商证券

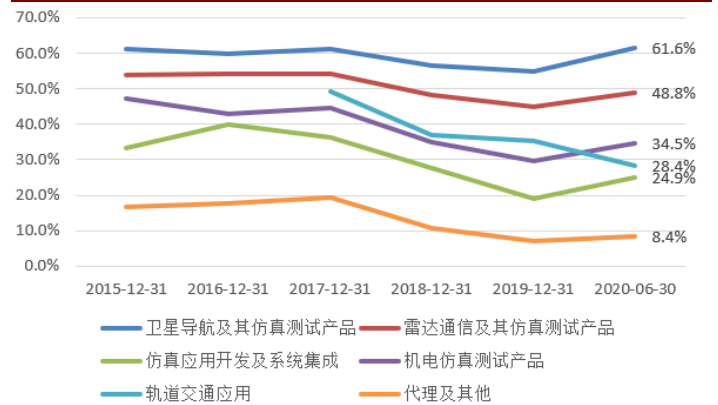
2020 年，城际高速铁路和城市轨道交通被国家列为“新基建”的七大领域之一，轨交建设投资力度有望加大。而截至上半年，公司各项业务基本恢复，实现平稳增长，预计随着全国陆续复工复产，公司各项业务有望在下半年实现加速增长。

图 3: 公司主要业务增长情况 (单位: 亿)



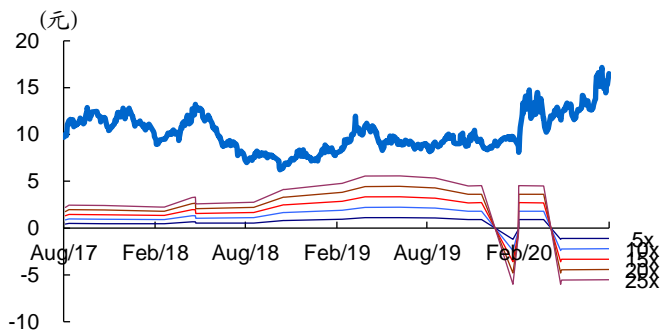
资料来源: Wind, 招商证券

图 4: 公司主要业务毛利率情况



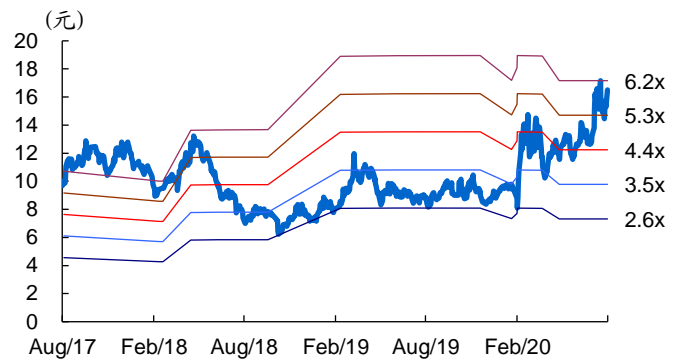
资料来源: Wind, 招商证券

图 5: 华力创通历史 PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 华力创通历史 PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1510	1543	1663	1977	2376
现金	239	203	614	644	670
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	93	101	106	135	173
应收款项	925	876	597	762	976
其它应收款	24	43	41	52	67
存货	177	218	216	273	347
其他	52	102	88	112	142
<b>非流动资产</b>	837	768	723	683	646
长期股权投资	1	2	2	2	2
固定资产	66	88	105	120	133
无形资产	696	607	546	492	442
其他	75	71	70	70	69
<b>资产总计</b>	<b>2348</b>	<b>2310</b>	<b>2386</b>	<b>2660</b>	<b>3023</b>
<b>流动负债</b>	411	549	493	581	695
短期借款	41	107	0	0	0
应付账款	147	212	250	316	401
预收账款	41	72	85	108	137
其他	183	158	157	157	156
<b>长期负债</b>	51	52	52	52	52
长期借款	0	0	0	0	0
其他	51	52	52	52	52
<b>负债合计</b>	<b>462</b>	<b>601</b>	<b>546</b>	<b>633</b>	<b>747</b>
股本	615	615	615	615	615
资本公积金	778	765	765	765	765
留存收益	485	323	455	642	891
少数股东权益	7	6	5	5	4
归属于母公司所有者权益	1878	1703	1835	2022	2271
<b>负债及权益合计</b>	<b>2348</b>	<b>2310</b>	<b>2386</b>	<b>2660</b>	<b>3023</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	7	30	534	40	37
净利润	118	(148)	132	187	249
折旧摊销	53	59	73	69	66
财务费用	2	3	(0)	(5)	(5)
投资收益	0	(1)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	(171)	122	349	(204)	(266)
其它	5	(5)	(4)	8	9
<b>投资活动现金流</b>	(113)	(146)	(16)	(16)	(16)
资本支出	(95)	(145)	(32)	(32)	(32)
其他投资	(18)	(1)	16	16	16
<b>筹资活动现金流</b>	248	77	(107)	5	5
借款变动	(176)	103	(107)	0	0
普通股增加	39	(0)	0	0	0
资本公积增加	372	(13)	0	0	0
股利分配	(9)	(12)	0	0	0
其他	22	(1)	0	5	5
<b>现金净增加额</b>	<b>143</b>	<b>(38)</b>	<b>412</b>	<b>29</b>	<b>27</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	679	641	814	1039	1331
营业成本	380	380	448	566	720
营业税金及附加	4	4	6	7	9
营业费用	22	31	37	47	60
管理费用	128	128	151	190	241
研发费用	36	37	45	55	68
财务费用	(3)	1	(0)	(5)	(5)
资产减值损失	(9)	(219)	(12)	(8)	(8)
公允价值变动	0	1	1	1	1
其他收益	16	15	15	15	15
投资收益	(0)	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	136	(142)	132	187	247
<b>营业外收入</b>	0	0	0	0	0
营业外支出	0	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	136	(145)	130	184	245
所得税	16	2	(2)	(3)	(4)
<b>少数股东损益</b>	1	0	(0)	(0)	(1)
<b>归属于母公司净</b>	<b>118</b>	<b>(148)</b>	<b>132</b>	<b>187</b>	<b>249</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	19%	-6%	27%	28%	28%
营业利润	57%	-205%	-193%	41%	32%
净利润	45%	-225%	-189%	42%	33%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.1%	40.8%	44.9%	45.5%	46.0%
净利率	17.4%	-23.0%	16.2%	18.0%	18.7%
ROE	6.3%	-8.7%	7.2%	9.3%	11.0%
ROIC	6.1%	-7.9%	7.3%	9.1%	10.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.7%	26.0%	22.9%	23.8%	24.7%
净负债比率	1.7%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.7	2.8	3.4	3.4	3.4
速动比率	3.2	2.4	2.9	2.9	2.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	2.3	1.9	2.1	2.3	2.3
应收帐款周转率	0.8	0.6	1.0	1.3	1.3
应付帐款周转率	3.2	2.1	1.9	2.0	2.0
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.19	-0.24	0.21	0.30	0.40
每股经营现金	0.01	0.05	0.87	0.06	0.06
每股净资产	3.05	2.77	2.98	3.29	3.69
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	86.0	-68.8	77.0	54.2	40.8
PB	5.4	6.0	5.5	5.0	4.5
EV/EBITDA	69.7	-77.0	49.1	40.2	32.8



## 分析师承诺

负责本研究报告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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016年加盟招商证券。

杨雨南，杜克大学经济学硕士，加州大学伯克利分校经济学学士，2020年加盟招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。