

华力创通 (300045) 2020 年半年报点评: 归母净利润显著增长, 新一代“北斗芯”投放市 场有望兑现至未来业绩

行业分类: 国防军工

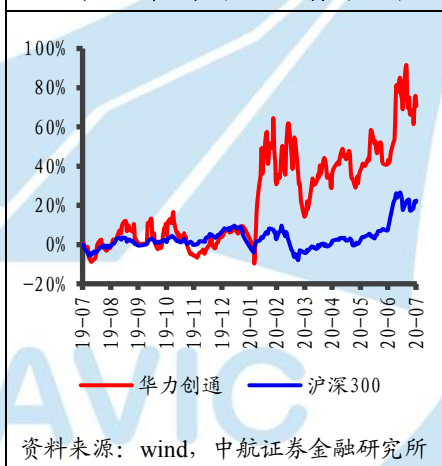
2020 年 8 月 4 日

公司投资评级	持有
当前股价(2020.7.31)	15.29

基础数据 (2020.7.31)

上证指数	3310.01
总股本 (亿股)	6.16
流通 A 股 (亿股)	4.29
资产负债率	24.59%
ROE (摊薄)	1.80%
PE (TTM)	-69.09
PB (LF)	5.40

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 7 月 31 日公告, 2020 年 H1 营收 3.55 亿元 (+12.07%), 归母净利润 0.31 亿元 (+55.84%), 毛利率 37.91% (-2.57pcts), 净利率 9.02% (+2.64pcts)。

➤ **投资要点:**

● **归母净利润出现快速增长, 十三五末公司军品业务占比或显著提升**

2020 年 H1, 公司在我国爆发新冠肺炎疫情背景下, 积极推动复工复产, 营业收入 (3.55 亿元, +12.07%) 及毛利润 (1.35 亿元, +4.96%) 较去年同期实现了稳定增长, 归母净利润 (0.31 亿元, +55.84%) 及扣非归母净利润 (0.28 亿元, +44.09%) 亿元出现显著增长。

具体到公司四大业务来看, **卫星应用业务收入** (0.92 亿元, +4.08%) 同比增速较 2019H1 下降了 12.29pcts, 毛利率 (61.57%, +1.89pcts) 小幅提升。作为公司收入占比最大的业务板块, 该业务收入主要由卫星导航以及卫星通信终端设备研制及平台集成构成。我们认为, 国内卫星导航与位置服务市场整体产值, 特别是与卫星导航技术研发和应用直接相关的设备研制及平台集成领域产值增速显著下降, 同时, 卫星通信领域下游客户需求尚不清晰都是导致近年来公司卫星应用收入放缓的重要原因; **雷达信号处理业务收入** (0.59 亿元, +5.87%) 延续了 2017 年 H1 以来的稳定增长, 毛利率 (48.77%, +0.83pcts), 我们认为主要原因是在我国军工信息化的推进背景下, 雷达装备的需求传导至公司所处的雷达测试设备领域所致; **仿真测试业务方面**, 机电仿真测试收入 (0.51 亿元, +4.30%) 及毛利率 (34.49%, -2.76pcts) 小幅增长, 仿真应用集成收入 (0.55 亿元, +31.71%) 及毛利率 (24.93%, +5.00pcts) 显著提升, 总体表明了 2020H1 公司仿真测试业务出现了明显的业绩增长, 我们预计可能是由于十三五末年, 毛利率较高的军工装备相关仿真业务收入占比提高所致; **轨道交通业务收入** (0.48 亿元, -2.40%) 下滑幅度放缓, 但毛利率 (28.42%, -11.29pcts) 下滑明显, 我们认为主要原因可能是由于城市轨道交通投资建设放缓收紧背景仍在延续, 同时 2020H1 新冠疫情的爆发导致部分在建工程工期再次延误所致。

● **军品应收账款仍处高位, 存货有望兑现至 2020 年业绩**

费用方面, 2020 年 H1, 受到新冠肺炎疫情影响, 招投标及差旅等相关费用显著下滑, 公司销售费用率 (3.17%, -1.55pcts) 出现

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

显下降，管理费用率（17.89%，-1.95pcts）也有所下降，同时由于本期贷款较上年同期增加，财务费用率（0.82%，+0.65pcts）显著提升，另外，研发费用率（4.85%，-2.21pcts）出现下降，从相关明细看，主要是由于人员费用及测试化验加工费下降引起，我们预计可能是受疫情造成的停工停产所致。

现金流方面，公司经营活动现金流净额增速达到 42.01%，主要因为 2020 年 H1 销售回款较上年同期增加所致，这一点可以从公司报告期内的应收账款增速仅为 0.28%，低于营收增速得以验证，但公司的应收账款总额仍高达 8.78 亿元，其中，应收科研院所及军工企业账面余额达 6.46 亿元，账期两年以内达 5.18 亿元，我们认为这与公司所处军工行业回款周期一般较长有关。受到报告期内期权行权所致，公司筹资活动现金流大幅增长，增速达到 1887.60%。其它财务数据方面，公司存货账面价值达 2.54 亿元，较 2019 年末增长 16.98%，其中原材料占比达 68.59%，延续了 2019 年末的高占比，我们预计原因是由于公司针对 2020 年订单的集中交付，以及中美贸易战情况导致部分高性能国产元器件价格上涨等情况而提前采购原材料所致。我们预计伴随 2020 年公司订单的交付，该部分存货有望兑现至公司 2020 年全年业绩。

● 公司深耕国防信息化领域，存货有望兑现至 2020 年业绩

公司作为国防、政府及行业信息化技术与创新应用的践行者，依托核心技术，为我国航空航天、国防信息化、交通运输、应急管理等领域提供先进的器件、终端、系统和解决方案。目前，公司业务已涵盖卫星应用、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。

① 卫星应用业务

公司作为国内较早进入卫星应用领域的企业之一，参与了北斗导航和天通卫星通信等国家重大项目的建设，初步形成“芯片+模块+终端+系统解决方案”的产业格局，技术和产品在应急管理、地灾监测、机载通信、国防装备等领域得到广泛应用。公司卫星应用可以细分为卫星导航应用以及卫星通信应用。

卫星导航应用方面，公司代表产品包含北斗导航基带芯片以及相应的模块产品、适应不同应用场景的各类定位终端、导航测试分析仪、记录回放仪、北斗高精度安全监测系统等。报告期内，在我国北斗三号星座部署全部完成，系统实现全球组网，北斗全球服务时代开启的背景下，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。同时，公司的惯性导航+卫星导航+数据记录仪产品在中空长航时无人机系统进行了挂飞试验，检验了公司机载组合导航产品的性能及可靠性，另外，公司利用北斗技术在北斗机载导航及定位追踪设备（已启动 CTSOA 适航申请），以及航空器地面数据监视系统（国内首套基于北斗空地链路的国产化航空飞行器地面数据监视系统）高精度安全监测等细分应用市场进行了拓展。

卫星通信方面，公司深耕于卫星移动通信领域，代表产品包括天通卫星通信基带芯片以及相应的模块产品、适用于不同应用场景的各类定位终端、卫星通信综合测试仪以及天通卫星应急通信系统等。报告期内，公司完成了三款天通产品、近千台套设备的交付部署，为天通卫星通信产品在应急管理部的应急通信装备保障体系发挥作用奠定了基础。同时，公司针对新一代低轨卫星通信技术趋势，开展相关技术论证工作，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，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。

综合来看，我们认为，卫星导航产业在我国宏观经济形势变化，以及国内改革调整、行业采购量下降、新增市场放缓、跨界竞争加剧等客观因素影响下，总体产值增速出现持续放缓，特别是卫星导航技术研发和应用直接相关的，包括芯片、器件、算法、软件、导航数据、终端设备、基础设施等在内的产业核心产值增速下降更为明显。叠加卫星通信下游客户需求模糊的问题仍未彻底解决，整体卫星通信市场拓展不及预期等因素，或是导致公司近年来卫星应用市场收入增速放缓的最主要原因。

伴随今年北斗三号导航系统的全面建成，短期来看，面向北斗三号系统的终端设备更新需求有望快速增长，公司未来投入市场的新一代“北斗芯”有望兑现至公司卫星应用业务的业绩。而中长期来看，伴随“北斗+”和“+北斗”两种融合创新的推进，产业融合及竞合发展将促使卫星导航下游产生更多

的增量市场，公司在北斗+无人机、机载定位、高精度安全监测等领域的市场拓展或将成为公司卫星应用业务收入增长的核心驱动力，另一方面，在我国卫星通信下游应用市场需求明确，同时相关低轨卫星新星座空间段建设完成前，预计公司卫星通信相关业务仍（在中短期内）难以对公司卫星应用业务收入产生较大影响。

② 雷达信号处理业务

在雷达信号处理领域，公司专注于先进雷达信号处理设备、雷达射频仿真测试设备、复杂电磁环境构建与监测系统，主要包括型号装备类产品（雷达信号处理机，雷达侦察干扰机等）、雷达与电子对抗射频仿真测试设备以及复杂电磁环境构建与监测系统。报告期内，公司在雷达信号处理板块，完成了星载降雨雷达的地面综合测试系统的研制任务，同时星载雷达模拟器也开始服务于星载多功能雷达的地面测试。

我们认为，2020年作为十三五收官之年，相关军品订单有望集中落地，而雷达作为军工信息化核心装备之一，需求有望稳定增长。从公司产品来看，除了型号装备类产品外，相关电子对抗测试设备等产品也将受益于雷达装备需求的增长，预计公司雷达信号处理业务收入将持续保持稳定增长。

③ 仿真测试业务

在仿真测试领域，公司主要致力于针对高端装备和高端制造业的通用化仿真测试平台研制，业务范围涵盖航电总线产品、半实物仿真测试、综合仿真测试、通用自动化测试、健康管理等，应用领域涉及航空、航天、船舶、兵器等国防工业和电子、电力、汽车、高铁等民用高端装备制造业。报告期内，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；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，为航空机载设备全面国产化进程提供有力的支撑，并有望成为批量配套产品。在系统仿真领域，公司继续开展可视化应用、计算存储网络、光电仿真、电磁仿真、数字孪生等方向软硬件集成的一体化解决方案；报告期内，公司参与多个智慧大厅、虚拟仿真系统项目建设，提升客户信息化水平，助力产品设计研发。

我们认为，公司仿真测试设备及服务作为国防工业及民用高端装备制造业产业链上不可或缺的一部分，各类国防工业高端装备需求增长以及国家新基建战略的推行均将直接刺激公司所处的设备仿真测试领域市场增长，从而促使公司仿真测试业务收入保持快速增长。

④ 轨道交通业务

公司的轨道交通业务主要以2017年并购的全资子公司明伟万盛为依托，主要提供用于保障轨道交通安全运营的屏蔽门系统以及再生制动能量逆变吸收装置等两大类产品。公司子公司明伟万盛已经参与了成都、西安、杭州等地共计二十多个地铁项目的建设。报告期内，明伟万盛参与的全国首个G0A4级自动驾驶地铁项目已经进入最后调试阶段，同时明伟万盛已着手开发新型门机及控制系统，提升产品先进性，以配合轨道交通无人驾驶的发展趋势。

我们认为，公司轨道交通业务收入的下滑趋势已经明显减缓，但短期来看，新冠肺炎疫情可能仍将对城市轨道交通投资建设后续的恢复产生一定负面影响，中长期来看，伴随我国疫情形势的转好，疫情带来的负面影响有望逐渐消退，同时公司布局轨道交通无人驾驶有望与公司卫星导航业务产生一定协同效应，也将增强公司轨道交通业务的核心竞争力，有利于公司轨道交通业务恢复增长。

⑤ 无人系统

公司无人系统业务以特种行业应用的中小型无人机系统、小型侦察无人车系统为发展重点，着力打造高性能、高可靠、智能化、强环境适应性等特点。报告期内，公司自主研发的倾转旋翼垂直起降固定翼无人机、系留无人机、网捕机进展顺利，并开展以无人机为载体、挂载监测设备进行相应试验和验证。

我们认为，公司无人系统业务与公司卫星应用业务具有协同效应，有望促进卫星应用业务收入增速恢复增长。

➤ **投资建议**

我们认为，公司专注国防信息化领域多年，卫星应用业务、雷达信号处理业务、仿真测试业务、无人系统业务的发展将充分受益于公司在国防信息化领域多年的技术积累；在北斗三号导航系统正式开通背景下，北斗导航终端设备的更新需求有助于公司未来投入市场的新一代“北斗芯”兑现至业绩，而公司在卫星导航下游应用的拓展及其与公司轨道交通、无人系统产业协同布局也有望为公司卫星业务长期稳定的增长奠定基础；十三五末年军品的集中落地以及我国推动国防信息化带来的装备需求，都将有助于公司雷达信号处理业务及仿真测试业务收入保持稳定或快速的增长；近年来公司多次实施股权激励计划，员工利益与公司利益的高度一致将有利于提高公司凝聚力及市场竞争力，改善公司治理水平。

基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 7.33 亿元、8.59 亿元和 10.09 亿元，归母净利润分别为 0.99 亿元、1.13 亿元及 1.31 亿元，EPS 分别为 0.16 元、0.18 元、0.21 元，当前股价分别对应 98 倍、86 倍及 74 倍 PE。

➤ **风险提示：**卫星应用市场竞争激烈；应收账款回款不及预期；军品设备采购具有一定周期性；轨道交通市场恢复不及预期。

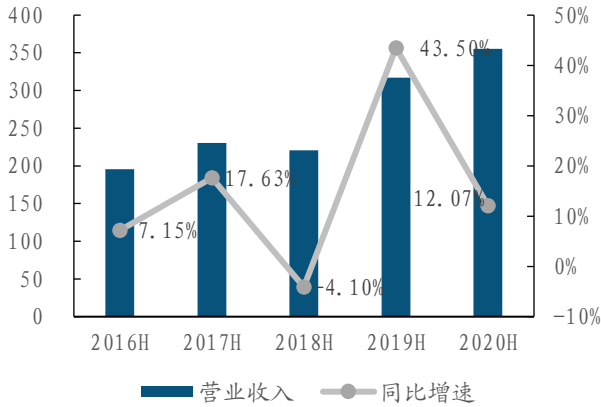
➤ **盈利预测：**

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	679.08	640.91	732.92	859.20	1008.56
增长率 (%)	18.94	-5.62	14.36	17.23	17.38
归属母公司股东净利润	118.07	-147.55	98.81	112.95	130.85
增长率 (%)	45.20	-224.97	166.97	14.31	15.85
每股收益 (EPS)	0.20	-0.24	0.16	0.18	0.21

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

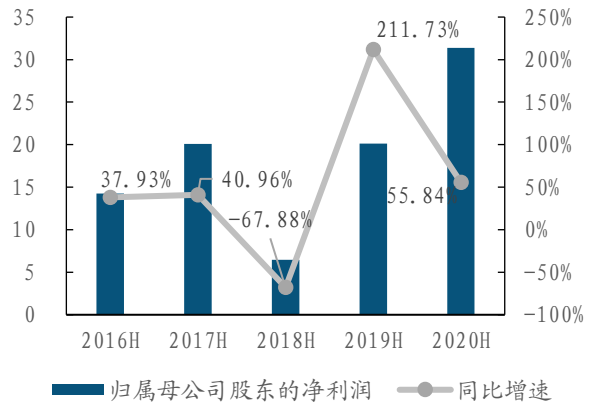
◆ 2016-2020 年公司半年报主要财务数据

图 1: 公司半年报营业收入及增速 (单位: 百万元; %)



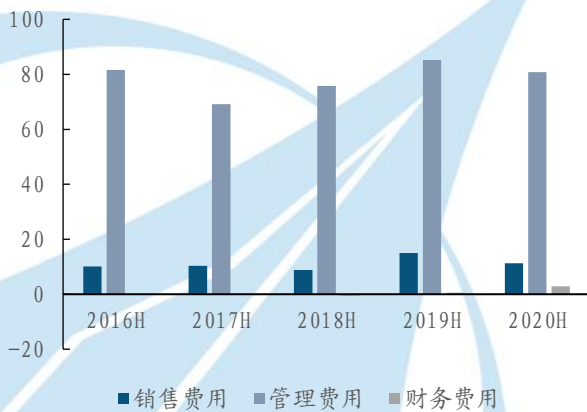
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 2: 公司半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

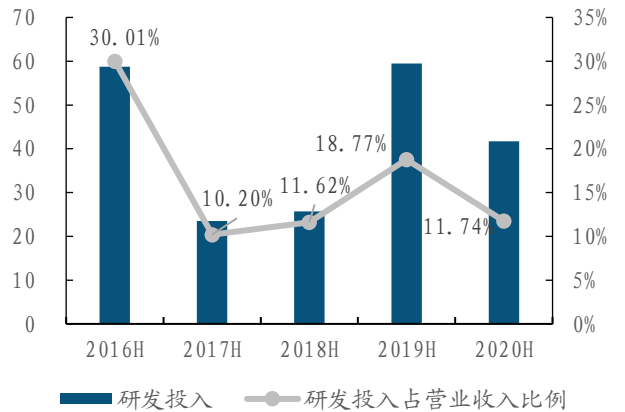
图 3: 公司半年报三费情况 (单位: 百万元)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

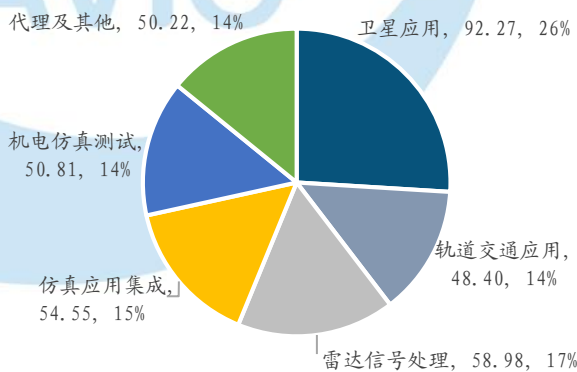
注: 表中管理费用包含研发费用

图 4: 公司半年报研发投入及其占营收比例 (单位: 百万元; %)



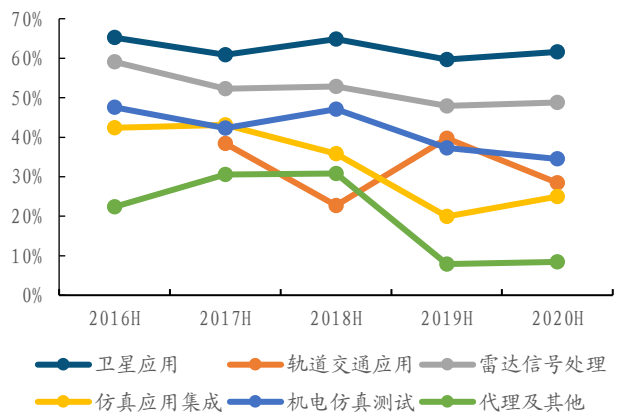
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 5: 公司 2020 年 H1 收入构成 (百万元; %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 6: 公司半年报主营业务毛利率情况 (单位: %)



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	640.91	732.92	859.20	1008.56
减: 营业成本	379.69	434.35	519.46	617.17
营业税金及附加	4.45	4.40	4.55	4.94
销售费用	30.97	26.39	29.38	35.20
管理费用	127.62	150.25	175.19	204.44
财务费用	0.85	3.19	2.10	1.18
资产减值损失	-177.63	10.00	10.00	10.00
加: 投资收益	0.67	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	1.09	0.73	0.85	0.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-142.41	105.28	119.60	137.12
加: 其他非经营损益	-2.66	-1.81	-2.09	-2.00
利润总额	-145.06	103.47	117.51	135.12
减: 所得税	2.10	4.38	4.29	4.05
净利润	-147.16	99.09	113.22	131.07
减: 少数股东损益	0.39	0.28	0.27	0.22
归属母公司股东净利润	-147.55	98.81	112.95	130.85
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	202.82	286.44	214.80	252.14
应收和预付款项	1104.92	1198.73	1382.56	1592.48
存货	217.55	231.99	281.87	344.06
其他流动资产	17.29	7.33	8.90	10.13
长期股权投资	1.61	1.61	1.61	1.61
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	96.33	92.48	87.82	82.62
无形资产和开发支出	606.91	599.43	591.94	584.46
其他非流动资产	62.69	52.71	42.45	26.48
资产总计	2310.13	2470.72	2611.95	2893.97
短期借款	106.91	145.00	55.58	99.18
应付和预收款项	420.08	422.15	524.48	613.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	74.40	94.01	109.11	127.80
负债合计	601.38	661.15	689.17	840.12
股本	615.00	615.91	615.91	615.91
资本公积	779.38	779.38	779.38	779.38
留存收益	323.64	422.45	535.39	666.24
归属母公司股东权益	1702.93	1803.47	1916.42	2047.27
少数股东权益	5.82	6.09	6.36	6.59
股东权益合计	1708.75	1809.57	1922.78	2053.85
负债和股东权益合计	2310.13	2470.72	2611.95	2893.97
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	30.39	28.63	1.79	-28.57
投资活动现金流净额	-145.59	6.36	6.09	11.48
筹资活动现金流净额	76.94	48.64	-79.52	54.43
现金流量净额	-38.30	83.62	-71.64	37.34

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。

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。