

2021年04月15日

航天发展 (000547.SZ)

## 蓝军业务快速增长, 21Q1 归母净利润同比 +38.88%-66.09%

■事件: 公司发布 2020 年业绩快报, 实现收入 (44.36 亿元, +9.82%), 归母净利润 (8.08 亿元, +19.63%); 21Q1 归母净利润 (1.71 亿元-2.05 亿元, +38.88%-66.09%)。

### ■21Q1 归母净利润同比增长 38.88%-66.09%, 蓝军业务快速增长

2020 年三大业务板块进展顺利, 其中: 1) **蓝军装备领域**, 电子蓝军及军用仿真业务实现快速增长, 公司作为系统建设总成单位及蓝军装备系统主要供应商, 为实战化检验及训练提供保障并完成多项重大任务; 2) **指控通信领域**, 不断夯实在战术通信领域优势地位, 装备统型等项目实施顺利, 业务呈现稳步上升趋势; 3) **网安领域**, 伴随公安部大数据智能化规划落地实施, 信创市场不断增长, 依托公安部三所公司已抢占市场先机, 并取得一定成效。

21Q1 同比增长 38.88%-66.09%, 展望全年有望不断向好。公司 21Q1 受益蓝军装备业务需求旺盛, 实现业绩快速增长, 参考 20Q1-Q4 公司业绩分别为 1.23、1.89、1.06 及 3.9 亿元。我们认为, 公司**统筹蓝军整体发展, 积极筹建蓝军装备研究院, 考虑到实战化训练演习增加以及航天特种装备上量等带来的项目系统化、大型化及高附加值化, 展望 2021 年预计蓝军业务有望引领公司业绩不断向好。**

### ■电子蓝军业务有望充分受益实战化训练提升, 将持续贡献稳定业绩来源

公司蓝军业务主要由南京长峰、仿真公司及航天京航等子公司展开, 其中南京长峰是我国电子蓝军龙头企业之一, 当前蓝军业务收入主要源于: 1) 内场, 各院所内场射频仿真试验系统集成化程度提高, 以及原有暗室的升级和新建; 2) 外场, 在外场测试中, 标靶多作为消耗品, 随着各型武器型号的增多及实战化训练等要求, 有望为公司提供较大利润弹性。我们认为, 伴随**各型武器装备不断推陈出新, 武器型号增多及军方对复杂电磁环境下战技指标考核要求, 对电子蓝军等设备系统的需求或将愈发旺盛, 各型武器系统及装备均面临实战化条件下的测试、试验、标校、评估和训练问题, 将不断带动电子蓝军业务测试保障需求增加, 而公司作为电子蓝军及电磁安防领域龙头企业, 有望成为武器装备研制试验现场及部队演习训练场的重要受益标的。**

### ■网络信息安全业务或将是公司未来重要业绩增量

公司通过收购锐安科技等 3 家标的打造网安国家队, 以公安、网信、运营商和航天科工集团网络安全需求为牵引, 在疫情影响、公安部大力推动信息化建设成立大数据局以及网络安全已成为中央企业负责人经营业绩考核指标的时代背景下, 2020 年上半年, 壹进制和航天开元实现收入 (1.08 亿元, +11.81%), 锐安科技实现收入 (3.77 亿元, +8.53%), 并扭亏为盈实现净利润 1060 万元。目前公司持有锐安科技 43% 股权, 公司半年报明确提出通过

公司快报

证券研究报告

国防军工

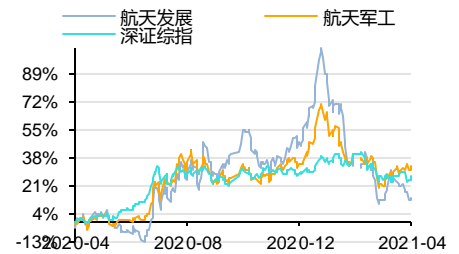
投资评级 **买入-A**  
维持评级

股价 (2021-04-14) 17.18 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	27,581.14
流通市值 (百万元)	20,708.86
总股本 (百万股)	1,605.42
流通股本 (百万股)	1,205.41
12 个月价格区间	13.26/30.95 元

#### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.17	-25.28	-12.99
绝对收益	1.18	-34.38	14.46

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040002  
fengfz@essence.com.cn

#### 相关报告

航天发展: 1 号命令强调加强实战化训练, 电子蓝军业务有望持续受益/冯福章	2021-01-05
航天发展: 实战化训练催生电子蓝军需求提升, 业绩有望实现快速增长/冯福章	2020-12-06
航天发展: 电子蓝军业务持续发展, 收入利润稳步提升/冯福章	2020-10-26
航天发展: 20H1 归母净利润同比增长 40.15%, 超市市场预期/冯福章	2020-08-28
航天发展: 导弹储备与实战化训练有望带动业绩快速增长/冯福章	2020-07-08

新设、收购方式加速外延发展，稳步推进锐安科技控股权收购，网安业务将成为公司的重要业绩贡献点。

#### ■ 指控通信业务正处于业绩转型阶段，或存在一定业绩弹性

子公司重庆金美是我国军用战术通信系统核心设备供应商，当前公司持股 69.23%，公司指控通信业务正稳步推进多个重大项目，在巩固现有战役战术通信系统基础上，开发新一代指控信息系统技术，大力拓展军兵种和专网通信市场。此外，公司已顺利通过航天科工集团 5G 产业发展立项批复，为军用通信产业升级发展奠定坚实基础。考虑到互联互通或是军队信息化建设的重中之重，公司指控通信业务有望实现恢复性增长。

#### ■ 微系统业务加大整合，未来成长可期

微系统 2018 年 11 月成立，2019 年收入 1.39 亿元，20H1 收入（1619 万元，-37.29%）。公司在半年报明确提出，加大产业上下游整合力度，实现业务并购拓展，持续推进微系统产业发展；重点围绕复杂微系统、核心系统级芯片、关键设计仿真软件和核心工艺能力四大发展方向，积极开展国家级重点研发计划项目申报及研制。

■ 投资建议：公司内生与外延并重，是被低估的纯正国防信息化标的，也是集团电子信息产业化集成平台，当前集团持股比例较低，关注后续进展。公司以电子信息为核心，通过新产业布局和非核心业务剥离不断优化产业结构。其中电磁科技业务较为稀缺，高速发展；通过收购锐安科技等，依托航天科工集团和公安部三所打造网络信息安全国家队，贡献业绩增量；成立微系统研究院，实现核心部件自主可控，发展可期。预计公司 2021-2022 年净利润分别为 11.48、15.34 亿元，对应估值分别为 24、18 倍，维持“买入-A”评级。

#### ■ 风险提示：业务发展低于预期；收并购等资产整合低于预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	3,515.8	4,039.3	4,435.9	5,702.4	7,255.1
净利润	448.3	675.3	808.2	1,148.3	1,533.8
每股收益(元)	0.28	0.42	0.50	0.72	0.96
每股净资产(元)	4.28	4.87	23.62	26.42	30.06
<b>盈利和估值</b>					
市盈率(倍)	61.5	40.8	34.1	24.0	18.0
市净率(倍)	4.0	3.5	0.7	0.7	0.6
净利润率	12.7%	16.7%	18.2%	20.1%	21.1%
净资产收益率	6.5%	8.6%	9.4%	11.9%	14.0%
股息收益率	0.0%	0.5%	0.9%	1.7%	3.0%
ROIC	14.1%	13.2%	13.7%	19.9%	21.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3,515.8	4,039.3	4,435.9	5,702.4	7,255.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,369.8	2,557.2	2,745.8	3,526.9	4,458.3	营业收入增长率	49.6%	14.9%	9.8%	28.6%	27.2%
营业税费	20.5	14.9	26.6	34.2	47.2	营业利润增长率	65.9%	39.5%	21.5%	41.8%	31.9%
销售费用	75.4	120.8	150.8	199.6	246.7	净利润增长率	62.3%	50.6%	19.7%	42.1%	33.6%
管理费用	250.6	273.7	603.3	781.2	986.7	EBITDA 增长率	131.4%	34.9%	-18.5%	36.4%	29.4%
财务费用	16.8	5.9	-8.1	-22.6	-30.3	EBIT 增长率	154.6%	37.8%	-20.2%	40.7%	31.9%
资产减值损失	26.3	-3.6	25.9	25.7	25.8	NOPLAT 增长率	73.3%	34.9%	22.1%	40.7%	31.9%
加:公允价值变动收益	-	18.2	-74.0	12.3	16.5	投资资本增长率	44.7%	17.4%	-3.3%	21.6%	-4.2%
投资和汇兑收益	97.6	105.5	147.7	199.4	269.2	净资产增长率	27.3%	13.3%	11.0%	12.6%	14.4%
<b>营业利润</b>	569.4	794.5	965.3	1,369.1	1,806.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-18.8	-1.2	-3.8	-7.9	-4.3	毛利率	32.6%	36.7%	38.1%	38.2%	38.6%
<b>利润总额</b>	550.6	793.3	961.5	1,361.2	1,802.2	营业利润率	16.2%	19.7%	21.8%	24.0%	24.9%
减:所得税	42.9	70.8	67.3	95.3	126.2	净利润率	12.7%	16.7%	18.2%	20.1%	21.1%
<b>净利润</b>	448.3	675.3	808.2	1,148.3	1,533.8	EBITDA/营业收入	27.7%	32.5%	24.1%	25.6%	26.0%
						EBIT/营业收入	24.8%	29.7%	21.6%	23.6%	24.5%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	64	59	55	39	27
						流动营业资本周转天数	115	152	161	168	163
						流动资产周转天数	471	473	492	471	469
						应收帐款周转天数	128	167	170	175	175
						存货周转天数	62	65	66	65	61
						总资产周转天数	868	900	894	771	701
						投资资本周转天数	479	536	519	439	371
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	6.5%	8.6%	9.4%	11.9%	14.0%
						ROA	5.4%	6.7%	8.0%	9.6%	11.2%
						ROIC	14.1%	13.2%	13.7%	19.9%	21.6%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	2.1%	3.0%	3.4%	3.5%	3.4%
						管理费用率	7.1%	6.8%	13.6%	13.6%	13.6%
						财务费用率	0.5%	0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
						三费/营业收入	9.7%	9.9%	16.8%	16.8%	16.6%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	22.5%	24.6%	18.6%	22.8%	21.9%
						负债权益比	29.1%	32.6%	22.9%	29.5%	28.1%
						流动比率	2.38	2.19	3.15	2.90	3.20
						速动比率	2.05	1.90	2.72	2.49	2.81
						利息保障倍数	51.90	204.04	-118.32	-59.64	-58.90
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	-	0.09	0.15	0.29	0.52
						分红比率	0.0%	20.9%	7.0%	9.3%	12.4%
						股息收益率	0.0%	0.5%	0.9%	1.7%	3.0%

## 资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,909.2	1,687.9	2,529.8	2,382.8	3,935.4
交易性金融资产	-	111.0	37.0	49.4	65.8
应收帐款	1,462.8	2,285.7	1,903.8	3,640.2	3,413.4
应收票据	489.2	541.2	554.4	852.7	958.3
预付帐款	234.3	252.6	430.4	351.9	630.4
存货	688.0	764.1	868.1	1,189.2	1,262.8
其他流动资产	96.0	83.9	64.7	81.5	76.7
可供出售金融资产	92.9	-	71.7	54.8	42.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	797.7	1,067.3	1,067.3	1,067.3	1,067.3
投资性房地产	122.7	117.9	117.9	117.9	117.9
固定资产	615.7	707.6	644.9	582.1	519.3
在建工程	146.9	15.8	15.8	15.8	15.8
无形资产	443.8	534.4	483.9	433.3	382.7
其他非流动资产	2,228.6	2,691.5	2,377.7	2,430.4	2,498.6
<b>资产总额</b>	9,327.7	10,861.0	11,167.3	13,249.4	14,986.7
短期债务	465.1	722.5	-	191.0	-
应付帐款	1,137.7	1,156.1	1,425.3	1,748.6	2,318.9
应付票据	241.3	455.0	141.1	664.5	402.2
其他流动负债	203.1	284.9	459.5	346.3	509.4
长期借款	-	-	-	15.1	-
其他非流动负债	53.0	53.2	52.8	53.0	53.0
<b>负债总额</b>	2,100.2	2,671.7	2,078.7	3,018.6	3,283.5
少数股东权益	359.2	367.6	453.6	571.2	713.4
股本	325.2	365.6	365.6	365.6	365.6
留存收益	6,596.8	7,445.9	8,269.3	9,294.0	10,625.0
<b>股东权益</b>	7,227.4	8,189.3	9,088.6	10,230.9	11,704.0

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	507.7	722.6	808.2	1,148.3	1,533.7
加:折旧和摊销	103.9	115.5	113.4	113.4	113.4
资产减值准备	26.3	79.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-18.2	-74.0	12.3	16.5
财务费用	32.9	24.6	-8.1	-22.6	-30.2
投资损失	-97.6	-105.5	-147.7	-199.4	-269.2
少数股东损益	59.4	47.3	86.0	117.6	142.2
营运资金的变动	-423.9	-1,222.8	414.5	-1,523.2	161.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	186.7	38.8	1,192.2	-353.6	1,668.3
投资活动产生现金流量	-243.1	-1,083.3	224.1	191.6	249.0
融资活动产生现金流量	-128.3	355.8	-574.4	15.1	-364.2

## 业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.28	0.42	0.50	0.72	0.96
BVPS(元)	4.28	4.87	23.62	26.42	30.06
PE(X)	61.5	40.8	34.1	24.0	18.0
PB(X)	4.0	3.5	0.7	0.7	0.6
P/FCF	-20.9	-871.4	14.5	-67.6	3.7
P/S	7.8	6.8	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	1.2	1.8	3.7	2.9	1.4
CAGR(%)	35.6%	32.4%	42.5%	35.6%	32.4%
PEG	1.7	1.3	0.8	0.7	0.6
ROIC/WACC	1.4	1.3	1.3	1.9	2.1
REP	0.2	0.3	0.5	0.3	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

冯福章声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034