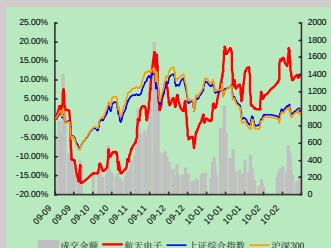



研究报告
**航天电子
(600879)**
中性 (维持)
**所属行业: 航天航空
行业评级: 谨慎推荐**
市场数据

12个月股价区间	8.89-14.42元
最新收盘价	12.88元

基础数据

每股净资产	3.70元
总股本(万股)	81104.08
流通A股(万股)	60628.94


 齐鲁证券研究所
 行业公司部
 分析师

 李将军
 (执业证书编号
 S0740208020083)

 Tel: (86531) 81776392
 Fax: (86531) 81283791
 Email:
lijjys@qlzq.com.cn
航天电子 (600879):
航天军用产品为主 适度拓展其它业务领域

报告起因: 在公司近两年净利润呈现下降趋势的背景下,我们近期调研了公司,以期对公司发展的中长期趋势有一个比较准确的把握。

投资要点:

- ◇ 公司是航天电子重要设备制造商之一,现有技术和主导产品广泛应用于火箭、飞船、卫星等产品领域,在航天电子集成技术、卫星导航、遥测遥控、惯性导航(激光)、微电子与精导对抗、机电组件等航天电子领域保持着一定竞争优势和较高的配套比例并处于主导地位,航天电子产品领域的市场基本稳定。
- ◇ 航天军用产品占公司主营业务收入接近80%,而航天军工产品任务具有一定的波动性,针对该波动对公司经济增长带来的影响,公司积极进军航空和舰船领域。2009年,机电组件生产单位成功进入商飞公司标准件合格供应商名录,激光捷联惯性/卫星组合导航系统已被列入商飞公司潜在供应商品目录,液位传感器获得中国船级社天津分社颁发的船用产品型式认可证书,标志着传感器产品开始进入舰船配套市场。
- ◇ 公司近年来产品利润率呈现出下降趋势,主要是由于军品市场需求结构变化、竞争日趋激烈、成本上升等因素,而民品市场还不是很成熟,导致利润率下降。
- ◇ “十二五”期间军品任务可能将由定点计划型向竞争订货型转变,竞争会进一步加剧,型号装备零部件、配套件甚至某些常规型号领域,民营企业的逐步介入将是大势所趋。
- ◇ 从行业发展来看,未来一个时期,我国将继续支持和发展以载人航天、月球探测、“北斗”导航定位系统、新一代大型运载火箭等重大工程为代表的航天产业,使之继续成为带动我国科技水平的提高,以求更好地为经济建设服务的中坚力量。公司作为航天电子重要设备制造商之一,未来前景值得看好。相信公司会在竞争逐步加剧的市场环境中逐步完善技术创新体系、人力资源激励制度等相关制度,并不断加强市场化运作能力和风险防控能力,从而在逐步加强的竞争环境中稳健发展。
- ◇ 上市公司中主业相关资产约占控股股东相关资产的50%以上,还有不到一半的相关资产在上市公司以外,因此,从长期来看,存在资产注入的预期,但由于缺乏准确数据,对业绩的影响我们无法进行详细分析。
- ◇ 预计公司2010年、2011年EPS分别为0.32元、0.37元,对应PE分别为41倍、34倍。

重要声明: 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下,我公司及其我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。我公司及其我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“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权,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“齐鲁证券研究所”,且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。



图 目 录

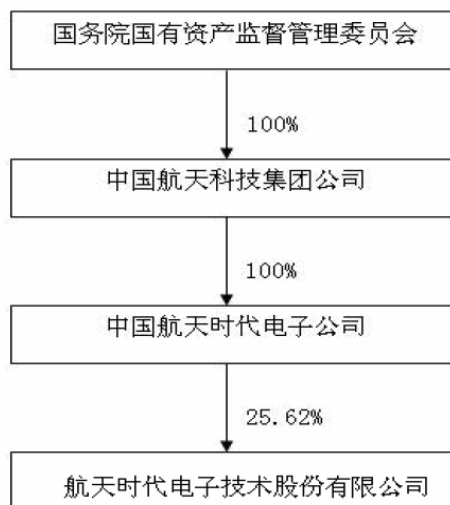
图 1: 公司产权与控制关系示意图	- 3 -
图 2: 公司近年产品利润率变化趋势分析	- 3 -
图 3: 公司军品、民品比重分析	- 4 -
图 4: 公司近几年营业收入变化趋势分析	- 4 -
图 5: 公司近几年净利润变化趋势分析	- 5 -

表 目 录

表 1: 公司盈利预测、财务分析及估值	- 6 -
---------------------------	-------



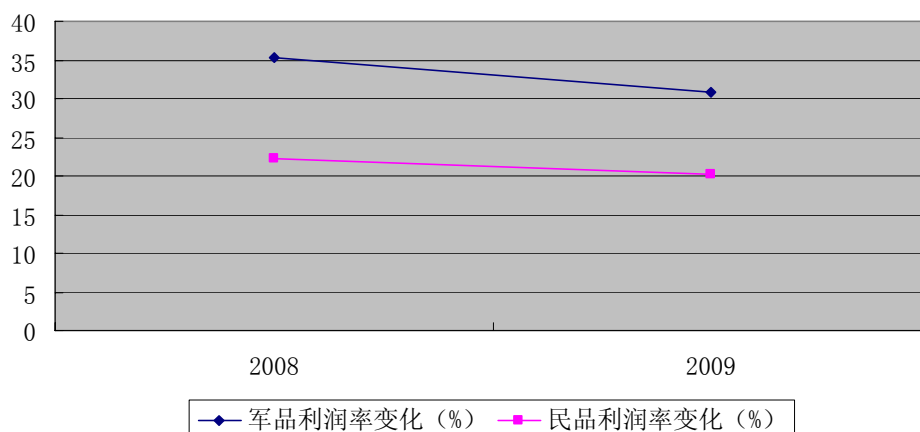
图 1：公司产权与控制关系示意图



资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

从公司产权与控制关系图中可以看出，公司股权相对分散，大股东只占约四分之一的比例，没有绝对控股，因此，从股权结构角度来说，公司的社会化程度较高。

图 2：公司近年产品利润率变化趋势分析

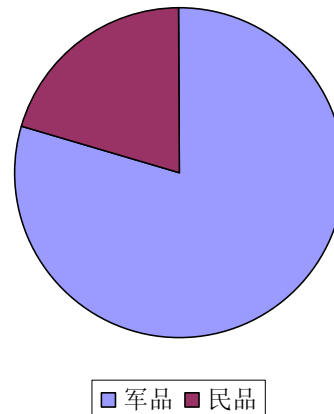


资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

从上图中，我们可以看出：（1）与民品比较，公司军品利润率较高；（2）都呈现出下降趋势。进一步分析，军用产品利润率下降的原因包括：市场需求结构变化，宇航类产品收入和武器类产品收入构成比例有所调整；市场竞争日趋激烈，部分产品价格较 2008 年有一定程度下降；元器件等级要求提高，原材料价格上涨，测试、试验要求提高导致产品成本上升；而民用产品营业利润率较 2008 年略有下降的主要原因是原材料价格上涨。



图 3：公司军品、民品比重分析

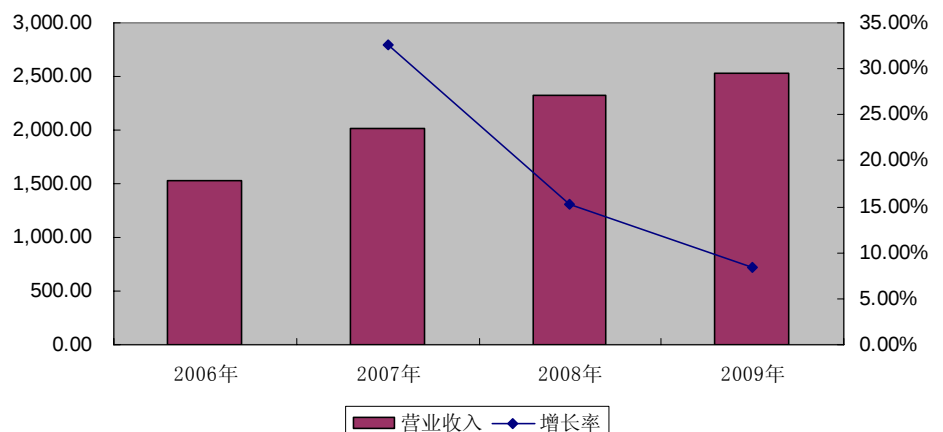


资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

可以看出,公司军品业务接近营业收入的 80%,对军品的依赖性极强。而航天军工产品任务具有一定的波动性,针对该波动对公司经济增长带来的影响,公司积极进军航空和舰船领域。2009 年,机电组件生产单位成功进入商飞公司标准件合格供应商名录,激光捷联惯性/卫星组合导航系统已被列入商飞公司潜在供应商品目录,液位传感器获得中国船级社天津分社颁发的船用产品型式认可证书,标志着传感器产品开始进入舰船配套市场。

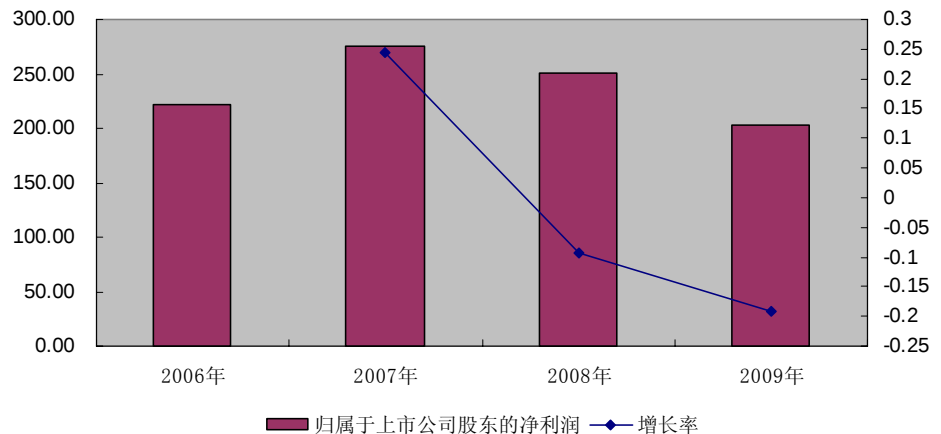
公司目前开展的民品业务基本源于公司的航天技术应用领域,由于军品和民品在技术、工艺、质量、成本等诸多方面具有较大差异,大部分军转民项目需要较长的成长期或培育期,要在实践中不断总结和提高,导致公司民品收入占公司主营业务收入的比重仍然较小。展望未来,公司会依托航天的技术和品牌优势,加大民用产品的研发投入,以高端民品的产业化进军民用产品领域。

图 4：公司近几年营业收入变化趋势分析



资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

公司近几年营业收入保持了持续增长势头,但增长率逐步下降。


图 5：公司近几年净利润变化趋势分析


资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

从绝对量和增长率分析，公司近几年净利润都呈现下滑趋势。2009年公司利润下滑的原因是：营业成本较去年增加 2.3 亿元，管理费用较上年增加 3381 万元；随着销售规模的扩大，公司在市场渠道建设和产品推广领域的投入也有所增加，导致销售费用较去年增加 677 万元；随着公司生产规模的不断扩大，贷款较上年同期有所增长，致使财务费用较上年同期增加 395 万元；行业内市场竞争加剧及用户方加强对采购成本的控制导致产品价格下降。

展望未来，经过几年大规模的能力建设投入，公司募集资金项目中的上海航天电子有限公司通信对抗接收机生产线项目和星载接收机生产线项目、航空航天军用特种导线项目已经建成投入使用，空间动机座系统产业化项目、小型集成化飞行控制系统研制生产项目厂房建设也逐步进入收尾阶段。空间动机座系统项目的某型遥感监测动基座系统，成功通过了用户试用和验收飞行试验，填补了国内利用空间动基座系统进行环境遥感监测的空白，空间动机座系统为公司独立研发的系统级产品，不但市场空间巨大，而且将对公司测控通信、导航控制、机电组件等传统优势专业的转化应用起到牵引和带动作用。使用自有资金建设的智能卡封装生产线建设项目 2009 年底已达到设计生产能力，产品合格率稳定在 99.7% 以上，累计签订 1400 万片的生产合同。其他项目建设正在顺利推进。因此，公司新的利润增长点正逐步形成。

鉴于公司能力建设逐步完成，随着生产能力的逐步释放，公司业绩下滑趋势有望改变，逐步企稳，甚至重现增长态势。

从行业发展来看，未来一个时期，我国将继续支持和发展以载人航天、月球探测、“北斗”导航定位系统、新一代大型运载火箭等重大工程为代表的航天产业，使之继续成为带动我国科技水平的提高，以求更好地为经济建设服务的中坚力量。公司作为航天电子重要设备制造商之一，未来前景值得看好。相信公司会在竞争逐步加剧的市场环境中逐步完善技术创新体系、人力资源激励制度等相关制度，并不断加强市场化运作能力和风险防控能力，从而在逐步加强的竞争环境中稳健发展。


表 1：公司盈利预测、财务分析及估值

利润表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2329.9	2525.70	2828.79	3253.10	成长性				
减：营业成本	1570	1801.39	2022.96	2346.63	营业收入增长率	15.28%	8.40%	12.00%	15.00%
营业税金及附加	2.64	2.41	2.70	2.51	营业成本增长率	19.57%	14.74%	12.30%	16.00%
营业费用	69.98	76.75	82.89	82.00	营业利润增长率	-3.82%	-24.39%	26.41%	27.18%
管理费用	321.5	355.30	369.51	386.00	净利润增长率	-12.65%	-17.91%	27.97%	20.97%
财务费用	50.97	54.93	57.68	59.00	盈利能力				
资产减值损失	4.33	7.20	7.00	8.00	综合毛利率	32.61%	28.68%	28.49%	27.86%
加：投资收益	(2.54)	4.92	8.00	5.00	销售净利率	10.50%	7.95%	9.08%	9.55%
公允价值变动损益	0				ROE	8.55%	6.57%	7.39%	8.07%
其他经营损益					营运效率				
营业利润	307.64	232.62	294.05	373.96	营业费用/营业收入	3.00%	3.04%	2.93%	2.52%
加：其他非经营损益	2.71	16.69	25.00	12.00	管理费用/营业收入	13.80%	14.07%	13.06%	11.87%
利润总额	310.35	249.31	319.05	385.96	财务费用/营业收入	2.19%	2.17%	2.04%	1.81%
减：所得税	65.8	48.57	62.16	75.19	所得税/利润总额	21.20%	19.48%	19.48%	19.48%
净利润	244.55	200.74	256.89	310.77	偿债能力				
减：少数股东损益	(5.56)	(1.74)	0.00	7.00	资产负债率	45.33%	46.89%	45.65%	45.51%
母公司股东净利润	250.11	202.48	256.89	303.77	流动比率	1.63	1.70	1.61	1.58
资产负债表(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	速动比率	0.65	0.71	0.67	0.66
货币资金	522.73	599.55	680	780	估值				
应收和预付款项	995.3	948.81	960	990	EPS	0.46	0.25	0.32	0.37
存货	2059.3	2189.2	2300	2500	PE	28	52	41	34
其他流动资产					PEG	(3.04)	(2.71)	1.51	1.88
长期股权投资	121.69	160.87	200	219	每股净资产	5.18	3.7	4.29	4.75
投资性房地产					PB	2.49	3.48	3.01	2.71
固定资产	1153	1440.68	1800	2100	EV/EBITDA	22.03	40.79	33.75	27.61
无形资产	364.82	404.28	440	460					
其他非流动资产	14.06	13.77	16	18					
资产总计	5231.8	5757.19	6396	7067					
短期借款	1035.7	1022.52	1050	1200					
应付和预收款项	1075.1	1208.92	1400	1500					
长期借款	0	300	280	320					
其他负债	260.52	168.2	190	196					
负债合计	2371.4	2699.64	2920	3216					
股本	540.69	811.04	811.04	811.04					
资本公积	1053.2	782.89	1020	1200					
留存收益	1208	1410.6	1590	1769.96					
母公司股东权益	2802.1	3004.54	3359.04	3781					



少数股东权益	58.33	53	62	70
股东权益合计	2860.4	3057.55	3476	3851
负债和股东权益	5231.8	5757.19	6396	7067

现金流量表(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	(130.99)	265.62	290	320
投资性现金净流量	(551.03)	(386.50)	(370.00)	(368.00)
筹资性现金净流量	487.09	197.84	200	400
现金流量净额	(195.12)	76.83	120	352

资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我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。我公司及其我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“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券研究所（济南）

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层（上海）

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

