

2017年04月13日

华讯方舟 (000687.SZ)

优化产业布局，多项军品受益于“国防信息化”

■ **2016年业绩大幅增长，业绩符合预期：**公司发布2016年年报，2016年实现营业收入16.03亿元，同比增长82.61%；归母净利润1.61亿元，同比增长158.97%，EPS为0.21元，实现扭亏为盈。业绩大幅增长主要由于：1) 公司在2015年通过重大资产置换成功从传统化纤业务向军事通信及配套业务转型；2) 部分业务相应的跨期收入、成本及利润在2016年上半年确认。

■ **完成业务转型，多项军品取得重大突破：**目前公司产品拓展到传真信息、军工仿真软件、精确制导平台、特种无人机等体系，2016年部分高科技产品陆续定型、列装，抢占空白领域和市场。南京华讯AR头戴显示设备有多项交付客户使用；成都国蓉显控数采及遥测无线数传等新技术产品重大进展；系统技术的HighLine-E6型便携式固定翼电动无人机完成整机，已接触多家意向客户。公司导引头项目、光电吊舱项目、小型无人多功能武装机器人、消防无人车与无人靶车、光学导引头干扰模拟设备、激光模拟交战系统等多个在研项目。

2016年军事通信及配套业务收入9.95亿元，同比增长219%，高毛利率产品上市致毛利率由19.73%至39.35%。经过重大资产置换，只保留了部分碳纤维业务，2016年该业务收入为0.25亿元，此次资产重置虽然导致销量减少，但保留了部分毛利率较高的业务，碳纤维材料业务毛利率1.62%上升至38.77%。

■ **优化产业布局，有望充分受益于“国防信息化”建设。**我国军队信息化建设正处于快速发展期，而C4ISR代表国防信息化最高水平，公司自主研发的军事通信系列产品可广泛应用于C4ISR中。公司定位于近距无人作战系统商，打造基于平台化服务、精确打击、未来网络、制衡化、数字化的特色产业链。目前，围绕无人化平台、未来网络产品体系基本建成，形成了以新型超宽带相控阵天线、全彩、通透型头戴显示设备、电磁信息、特种飞行器、数字伺服控制、精密与超精密光电集成、光电及无人系统集成与产品总装总调等一系列企业核心技术能力，形成（配套）科研和批产优势。据《2008年中国的国防》白皮书称，预计到2020年全球C4ISR市场规模超过1300亿美元，目前我国C4ISR尚处起步阶段，未来将充分受益我国国防信息化建设的快速发展。

■ **投资建议：**我们预计公司2017年-2019年收入增速分别为45.0%、19.2%、12.0%，净利润增速分别为64.2%、23.7%、21.1%，公司作为近距无人作战系统商，未来将显著受益于军民融合改革和军队信息化的发展趋势，公司产品需求空间广阔；维持买入-A投资评级，6个月目标价为26.0元。

■ **风险提示：**核心人员流失的风险；国防军费投入低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	877.9	1,603.1	2,324.4	2,771.7	3,104.3
净利润	-273.2	161.1	264.5	327.1	396.3
每股收益(元)	-0.36	0.21	0.35	0.43	0.52
每股净资产(元)	1.47	1.77	2.12	2.55	3.08
盈利和估值					
市盈率(倍)	-51.7	87.6	53.3	43.1	35.6
市净率(倍)	12.7	10.5	8.8	7.3	6.1
净利润率	-31.1%	10.0%	11.4%	11.8%	12.8%
净资产收益率	-24.6%	12.0%	16.5%	16.9%	17.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-18.6%	11.8%	14.2%	22.5%	15.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

粘胶

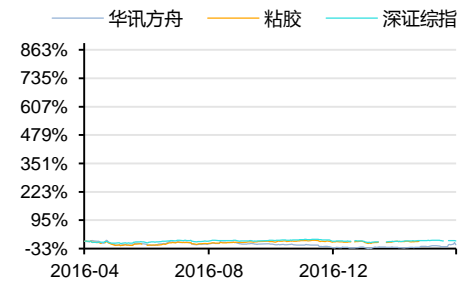
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**26.00元**
股价(2017-04-12) **18.63元**

交易数据

总市值(百万元)	14,109.77
流通市值(百万元)	9,900.59
总股本(百万股)	757.37
流通股本(百万股)	531.43
12个月价格区间	14.76/23.09元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.98	13.8	0.8
绝对收益	9.65	16.66	4.49

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

李哲

报告联系人

lizhe3@essence.com.cn

相关报告

- 华讯方舟：半年业绩大增，定增失效不改长期发展潜力 2016-08-17
- 华讯方舟：商誉计提致短期亏损，坚定看好长期潜在价值 2016-05-03
- 华讯方舟：业绩符合预期，军工产业开启发展新纪元 2016-04-15

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	877.9	1,603.1	2,324.4	2,771.7	3,104.3	成长性					
减:营业成本	797.4	1,174.6	1,789.8	2,134.2	2,381.0	营业收入增长率	21.5%	82.6%	45.0%	19.2%	12.0%
营业税费	8.2	11.5	16.9	21.9	23.1	营业利润增长率	511.3%	-159.9%	56.3%	29.1%	27.6%
销售费用	11.9	24.2	33.0	41.0	46.3	净利润增长率	-1998.1	-159.0%	64.2%	23.7%	21.1%
管理费用	164.3	151.4	174.3	207.9	236.1	EBITDA 增长率	-346.4%	-243.5%	19.1%	18.2%	22.8%
财务费用	18.3	77.5	32.4	13.5	4.4	EBIT 增长率	811.7%	-194.8%	19.3%	19.2%	23.8%
资产减值损失	278.5	1.4	99.1	118.0	72.8	NOPLAT 增长率	651.7%	-171.9%	55.9%	10.3%	20.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.5%	29.2%	-30.2%	74.5%	-48.1%
投资和汇兑收益	129.0	0.1	75.4	93.0	78.0	净资产增长率	-29.3%	20.7%	19.1%	19.8%	19.9%
营业利润	-271.8	162.7	254.3	328.2	418.6	利润率					
加:营业外净收支	9.3	36.9	1.0	11.7	4.8	毛利率	9.2%	26.7%	23.0%	23.0%	23.3%
利润总额	-262.4	199.6	255.3	339.9	423.4	营业利润率	-31.0%	10.2%	10.9%	11.8%	13.5%
减:所得税	10.5	42.2	-7.6	16.0	32.3	净利润率	-31.1%	10.0%	11.4%	11.8%	12.8%
净利润	-273.2	161.1	264.5	327.1	396.3	EBITDA/营业收入	-20.1%	15.8%	13.0%	12.9%	14.1%
						EBIT/营业收入	-28.9%	15.0%	12.3%	12.3%	13.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	260	11	5	3	1
货币资金	321.1	1,259.0	539.5	300.5	1,640.1	流动营业资本周转天数	136	117	71	94	74
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	500	439	432	371	363
应收帐款	116.3	452.2	116.2	449.8	232.0	应收帐款周转天数	28	64	44	37	40
应收票据	337.6	7.1	1,477.9	707.8	704.3	存货周转天数	59	19	65	45	43
预付帐款	543.7	608.0	79.5	1,176.6	139.3	总资产周转天数	1,060	738	644	547	518
存货	22.2	144.9	692.4	0.0	741.6	投资资本周转天数	620	413	273	258	223
其他流动资产	2.5	96.0	109.7	69.4	91.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-24.6%	12.0%	16.5%	16.9%	17.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-10.4%	4.0%	6.0%	8.0%	8.0%
长期股权投资	-	30.0	30.0	30.0	30.0	ROIC	-18.6%	11.8%	14.2%	22.5%	15.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	59.9	40.4	28.9	17.5	6.1	销售费用率	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%
在建工程	0.5	79.7	79.7	79.7	79.7	管理费用率	18.7%	9.4%	7.5%	7.5%	7.6%
无形资产	36.6	37.1	33.9	30.7	27.5	财务费用率	2.1%	4.8%	1.4%	0.5%	0.1%
其他非流动资产	1,187.0	1,187.2	1,191.6	1,186.0	1,185.8	三费/营业收入	22.2%	15.8%	10.3%	9.5%	9.2%
资产总额	2,627.5	3,941.6	4,379.4	4,048.1	4,878.1	偿债能力					
短期债务	793.0	942.8	-	-	-	资产负债率	56.7%	65.1%	62.6%	51.6%	51.8%
应付帐款	306.5	145.4	1,714.0	541.4	1,205.5	负债权益比	130.7%	186.8%	167.5%	106.4%	107.4%
应付票据	-	200.0	50.8	110.7	129.5	流动比率	0.91	1.65	1.31	2.28	1.88
其他流动负债	378.8	266.6	532.1	535.2	554.0	速动比率	0.89	1.56	1.01	2.28	1.49
长期借款	-	27.4	-	419.4	-	利息保障倍数	-13.83	3.10	8.84	25.31	95.74
其他非流动负债	10.4	985.2	445.4	480.3	637.0	分红指标					
负债总额	1,488.8	2,567.4	2,742.4	2,087.1	2,526.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	26.8	32.5	30.9	27.6	22.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	757.4	757.4	757.4	757.4	757.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	354.6	584.3	848.8	1,175.9	1,572.3						
股东权益	1,138.7	1,374.2	1,637.1	1,960.9	2,352.1						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	-0.36	0.21	0.35	0.43	0.52
现金流量表						BVPS(元)	1.47	1.77	2.12	2.55	3.08
净利润	-272.9	157.4	264.5	327.1	396.3	PE(X)	-51.7	87.6	53.3	43.1	35.6
加:折旧和摊销	77.5	14.3	14.6	14.6	14.6	PB(X)	12.7	10.5	8.8	7.3	6.1
资产减值准备	278.5	1.4	-	-	-	P/FCF	70.8	16.3	-19.7	-58.6	10.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	16.1	8.8	6.1	5.1	4.5
财务费用	23.6	87.8	32.4	13.5	4.4	EV/EBITDA	-118.9	48.9	46.3	41.3	29.9
投资损失	-129.0	-0.1	-75.4	-93.0	-78.0	CAGR(%)	-205.9%	35.5%	162.8%	-205.9%	35.5%
少数股东损益	0.2	-3.7	-1.6	-3.3	-5.2	PEG	0.3	2.5	0.3	-0.2	1.0
营运资金的变动	-408.2	-259.8	608.4	-1,088.8	1,202.8	ROIC/WACC	-1.8	1.1	1.4	2.1	1.5
经营活动产生现金流量	-338.4	6.0	842.9	-829.8	1,535.0	REP	-7.3	5.3	7.1	2.7	6.8
投资活动产生现金流量	-1,084.5	-84.1	77.2	92.7	77.6						
融资活动产生现金流量	1,259.8	786.9	-1,639.7	498.1	-272.9						

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

王书伟声明，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

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇好	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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