

方大化工 (000818)

证券研究报告

2017年09月12日

方案调整后重启收购，军工电子仍是发展方向

公告：

公司发布公告，召开董事会审议通过了《关于公司启动现金收购股权事项并签署框架协议的议案》，拟以现金方式收购威科电子 100%股权和长沙韶光 70%股权，威科电子 100%股权作价 4.5 亿元，长沙韶光 70%股权作价 6.279 亿元。并签署了业绩对赌协议，威科电子 17/18/19 年扣非后的归母净利润分别不低于 3600/4320/5184 万元，长沙韶光 17/18/19 年扣非后的归母净利润分别不低于 6900/8280/9936 万元。本次投资尚需提交股东大会审议通过方生效。

收购方案调整后终于重启

本次收购，威科电子对应 17 年承诺业绩 12.5 倍 PE，18/19 年复合增长 20%。长沙韶光对应 17 年业绩 13 倍 PE，18/19 年复合增长 20%。本次的收购针对之前的方案进行了调整和完善，由 3 个标的资产改为 2 个。本次收购完成后，公司的主营业务将主要由化工业务和军工电子业务两部分构成，化工业务的主要产品为氯碱、环氧丙烷等，军工电子则涵盖军用集成电路设计及封装测试、厚膜集成电路业务。公司新增军工电子大方向。

标的资产技术壁垒高，增长动力强劲

长沙韶光和威科电子占据军工电子核心产业链，实现从芯片到厚膜集成电路的布局，尤其是抗辐照芯片和反熔丝 FPGA 达到国内领先水平。长沙韶光具备军用集成电路研发设计以及封装测试能力，sip 做到晶圆级国内领先；威科电子 LTCC 厚膜集成电路和其高端产品多芯片组件技术深厚。两家公司能并入上市公司的业绩合计为 17/18/19 年分别 8430/10116/12139.2 万元。同时公司与标的资产签署了超额业绩奖励条款，奖励超额业绩的 50%（奖励总额不超对价的 20%）。标的资产未来几年发展动力十足。

军工电子军改后将率先增长

军工产品的电子化率持续提升，军民融合下军品可替代空间空间巨大。受益于国内半导体和消费电子的强劲增长，军工上游从芯片到集成电路都将有很大的替代空间。同时重点关注反熔丝 FPGA，其高可靠性导致产品在军工中有不可替代的优势，国内国微电子（紫光国芯），成都华微（CEC）均有相关技术和产品，长沙韶光产品成熟，有望占得更多份额。

投资建议：

公司拟收购的两家公司技术壁垒高，在军民融合催化下，将充分受益军工电子行业高速增长。公司传统主业受益化工工业复苏增长强劲。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.41、0.48、0.59 元，给予买入评级。

风险提示：标的公司发展不及预期，化工业务发展不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,582.37	2,605.60	3,543.62	4,358.65	5,361.14
增长率(%)	(12.64)	0.90	36.00	23.00	23.00
EBITDA(百万元)	319.93	247.48	397.18	445.99	522.63
净利润(百万元)	121.49	112.08	284.61	334.69	406.80
增长率(%)	42.86	(7.75)	153.94	17.60	21.54
EPS(元/股)	0.18	0.16	0.41	0.48	0.59
市盈率(P/E)	67.92	73.62	28.99	24.65	20.28
市净率(P/B)	3.92	3.63	3.23	2.85	2.50
市销率(P/S)	3.20	3.17	2.33	1.89	1.54
EV/EBITDA	19.53	34.53	19.23	16.23	12.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学原料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.93 元
目标价格	13.01 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	691.64
流通 A 股股本(百万股)	688.33
A 股总市值(百万元)	8,251.31
流通 A 股市值(百万元)	8,211.73
每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	12.72
一年内最高/最低(元)	16.48/9.50

作者

农冰立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110006
nongbingli@tfzq.com

霍甲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060002
huojia@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《方大化工-公司深度研究:打通元器件掣肘，铸造军工电子龙头》
2016-09-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	152.30	228.73	629.83	1,037.11	1,499.17	营业收入	2,582.37	2,605.60	3,543.62	4,358.65	5,361.14
应收账款	38.02	39.29	58.16	(58.12)	(71.48)	营业成本	2,150.24	2,216.56	2,852.61	3,486.92	4,288.92
预付账款	34.18	23.22	78.83	34.78	99.97	营业税金及附加	15.80	41.02	30.44	44.24	61.62
存货	104.54	145.52	182.49	209.75	281.28	营业费用	35.08	28.91	30.99	38.12	46.64
其他	184.34	169.19	271.96	250.73	394.61	管理费用	235.79	212.64	323.56	435.87	536.11
流动资产合计	513.39	605.95	1,221.28	1,474.26	2,203.54	财务费用	13.78	0.68	(6.00)	(11.66)	(17.73)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	(0.54)	4.41	(0.65)	1.07	1.61
固定资产	1,411.38	1,404.44	1,379.88	1,364.90	1,342.66	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	117.89	61.09	72.65	91.59	84.96	投资净收益	3.37	2.70	2.72	2.72	2.72
无形资产	486.86	547.69	532.89	518.10	503.30	其他	(6.73)	(5.40)	(5.44)	(5.44)	(5.44)
其他	46.82	46.55	36.55	26.54	20.00	营业利润	135.59	104.09	315.39	366.81	446.69
非流动资产合计	2,062.95	2,059.77	2,021.97	2,001.13	1,950.91	营业外收入	15.86	26.79	22.63	21.76	23.73
资产总计	2,576.34	2,665.71	3,243.25	3,475.38	4,154.45	营业外支出	22.39	19.51	25.66	22.52	22.56
短期借款	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	129.07	111.38	312.36	366.05	447.86
应付账款	182.89	191.35	317.65	295.02	452.64	所得税	7.89	(0.16)	24.99	31.11	40.31
其他	189.21	126.09	280.70	200.99	317.59	净利润	121.17	111.54	287.38	334.94	407.55
流动负债合计	374.10	317.44	598.35	496.02	770.23	少数股东损益	(0.31)	(0.53)	2.76	0.25	0.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	121.49	112.08	284.61	334.69	406.80
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.18	0.16	0.41	0.48	0.59
其他	45.34	28.80	37.78	37.30	34.62						
非流动负债合计	45.34	28.80	37.78	37.30	34.62						
负债合计	419.44	346.24	636.13	533.32	804.85						
少数股东权益	51.17	48.62	51.25	51.50	52.24	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	680.00	691.23	691.64	691.64	691.64	成长能力					
资本公积	1,248.89	1,290.70	1,290.70	1,290.70	1,290.70	营业收入	-12.64%	0.90%	36.00%	23.00%	23.00%
留存收益	1,425.74	1,579.62	1,864.23	2,198.92	2,605.72	营业利润	27.43%	-23.23%	202.99%	16.30%	21.78%
其他	(1,248.89)	(1,290.70)	(1,290.70)	(1,290.70)	(1,290.70)	归属于母公司净利润	42.86%	-7.75%	153.94%	17.60%	21.54%
股东权益合计	2,156.90	2,319.48	2,607.13	2,942.06	3,349.60	获利能力					
负债和股东权益总	2,576.34	2,665.71	3,243.25	3,475.38	4,154.45	毛利率	16.73%	14.93%	19.50%	20.00%	20.00%
						净利率	4.70%	4.30%	8.03%	7.68%	7.59%
						ROE	5.77%	4.94%	11.14%	11.58%	12.34%
						ROIC	7.15%	5.35%	13.92%	16.74%	20.78%
						偿债能力					
						资产负债率	16.28%	12.99%	19.61%	15.35%	19.37%
						净负债率	13.34%	11.43%	4.51%	0.21%	-15.04%
						流动比率	1.37	1.91	2.04	2.97	2.86
						速动比率	1.09	1.45	1.74	2.55	2.50
						营运能力					
						应收账款周转率	67.81	67.41	72.73	#####	-82.73
						存货周转率	21.90	20.84	21.61	22.22	21.84
						总资产周转率	0.98	0.99	1.20	1.30	1.41
						每股指标(元)					
						每股收益	0.18	0.16	0.41	0.48	0.59
						每股经营现金流	0.26	0.22	0.65	0.68	0.71
						每股净资产	3.04	3.28	3.70	4.18	4.77
						估值比率					
						市盈率	67.92	73.62	28.99	24.65	20.28
						市净率	3.92	3.63	3.23	2.85	2.50
						EV/EBITDA	19.53	34.53	19.23	16.23	12.98
						EV/EBIT	41.82	81.56	24.68	20.38	15.82

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com