

2018年01月22日

方大化工 (000818.SZ)

化工主业持续向好，坚定转型军工电子

■事件：

公司发布 17 年业绩预告，实现归母净利润 2.3-2.5 亿元，同比增长 105-123%。

■化工业务持续向好，盈利能力大幅增长

公司化工主业已形成烧碱、环氧丙烷、聚醚三大引进装置为主的大工业化生产格局，客户包括化纤、医药、聚氨酯、建筑等下游产品生产企业。2017 年公司受国家供给侧改革和环保政策影响，化工主业持续向好，化工产品销售价格较去年同期上涨，且公司积极推行“大营销”战略，把控既有北方市场并积极扩大销售半径，并降本增效，各项成本费用逐步下降，化工业务利润大幅增加。根据 17 年前 3 季度归母净利润 1.2 亿元，同比增长 188%，预计 17 年化工主业净利润将达到 2 亿元，如果 18 年化工主业价格仍保持现有高景气度，考虑到公司已有产能，则预计业绩仍能实现 50% 的增长。

■坚定转型军工电子，已完成现金收购长沙韶光和威科电子

2016 年公司完成大股东变更后，确定了以军工发展为核心，兼顾化工平稳发展的战略思路，尽管此前资产重组有所波折，但不改公司转型军工电子的坚定决心。根据公告，17 年 10 月公司完成现金收购长沙韶光 70%、威科电子 100% 股权，开始并表，解决了跨界问题。2017-2019 年长沙韶光承诺实现扣非后归母净利润分别不低于 6900、8280、9936 万元，威科电子承诺实现分别不低于 3600、4320、5184 万元。根据业绩承诺 18 年和 19 年的军工电子业务净利润合计分别为 1.01、1.21 亿元。

根据公告，长沙韶光是我国军用集成电路产品的重要供应商，具有多款已定型列装产品。公司具备较强的军用集成电路研发设计以及封装测试能力，积累了长期稳定的客户渠道和较多的产品覆盖品类，2016 年长沙韶光实现收入 2.45 亿元，净利润 6849 万元，净利率 28%。威科电子是业内技术工艺领先的厚膜集成电路生产商，具备近三十年的生产和销售经验，在外资企业控股期间引入国际领先的公司管理制度和工艺流程，而且公司在传统厚膜集成电路基础上成功研发厚膜陶瓷型多芯片组件产品，可实现多块集成电路再次集成，在对性能、集成化、稳定性等有极高要求的军工、航天等高端领域拥有广阔市场空间。2016 年威科电子实现收入 1.19 亿元，净利润 3530 万元，净利率 30%。

公司坚定转型军工电子，通过现金收购长沙韶光和威科电子建立起涵盖军用集成电路设计及封装测试、厚膜集成电路等的军工电子业务体系，在技术研发、产品供应、市场拓展等方面具有显著的协同效应，

公司动态分析

证券研究报告

国防军工

投资评级 **增持-A**

首次评级

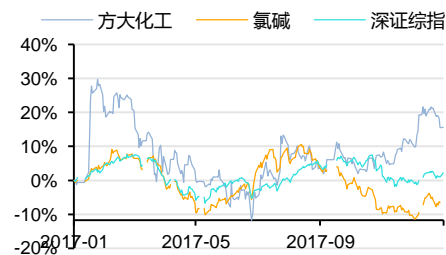
6 个月目标价：15 元

股价 (2018-01-22) 12.58 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,703.38
流通市值 (百万元)	8,661.65
总股本 (百万股)	691.84
流通股本 (百万股)	688.53
12 个月价格区间	9.61/14.18 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.08	12.96	8.15
绝对收益	3.12	10.17	11.23

冯福章

分析师

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

张傲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

邹承原

报告联系人

zoucy1@essence.com.cn

相关报告

并将充分受益于信息化发展、军工电子技术突破及国产化率的提高。根据科技部及工信部信息，目前我国核心电子器件关键技术取得重大突破，与国外差距由 15 年以上缩短到 5 年，提升了现有装备的水平，促进现有体制的更新换代；且我国核心电子器件长期依赖进口的“卡脖子”问题得到缓解，支撑装备核心电子器件自主保障率从不足 30% 提升到 85% 以上。我国国防信息化处于全面发展阶段，十九大明确提出“2020 年信息化建设要取得重大进展”，国防信息化建设将维持较高增速，根据军费 7% 的增速、三三制原则及目前国防信息化支出占国防装备费用约 30% 的比例，假设 2025 年占比达到 40%，则至十四五末军费支出将达到 1.79 万亿，国防信息化支出市场规模累计达到 1.47 万亿元，年均复合增速 11%。

根据公告，17 年 7 月公司收购上海琢鼎投资 100% 股权，将继续推进公司军工产业并购，培育公司新的利润增长点，未来军工业务占比将进一步提高。

■董事会及管理层基本稳定，员工持股和管理层增持彰显发展信心

目前公司董事会及管理层基本稳定，董事会成员的变化反映了公司坚定转型军工电子的战略布局。此外根据公告，17 年 12 月公司第一期员工持股计划完成股票购买，以 11.92 元/股购买 973.44 万股，成交金额 1.16 亿元。18 年 1 月公司董事长蔡卫东、财务总监欧阳国良、副总徐子庆完成增持计划，分别以均价 12.72、12.57、11.52 元/股增持 9918、4958、9968 万元，员工持股及管理层增持表明了对未来公司发展的坚定信心。

■投资建议：我们认为，公司传统化工主业受益于国家供给侧改革和环保政策影响持续向好；且坚定转型军工电子，充分受益于国防信息化建设、技术突破、国产化替代，从而能保持高速增长，并通过现金收购解决跨界问题，将继续推进军工产业并购。长沙韶光和威科电子 17 年 10 月并表，我们预计公司 17-19 年的净利润分别为 2.41、4.06、4.75 亿元，EPS 分别为 0.35、0.59、0.69 元，对应当前股价的 PE 分别为 36、21、18 倍，首次评级，给予“增持-A”评级。

■风险提示：化工业务价格波动、军工电子业务拓展低于预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,582.4	2,605.6	3,430.9	4,144.0	4,361.7
净利润	121.5	112.1	241.3	406.4	475.0
每股收益(元)	0.18	0.16	0.35	0.59	0.69
每股净资产(元)	3.04	3.28	3.80	4.22	4.70

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	71.6	77.6	36.0	21.4	18.3
市净率(倍)	4.1	3.8	3.3	3.0	2.7
净利润率	4.7%	4.3%	7.0%	9.8%	10.9%
净资产收益率	5.8%	4.9%	9.2%	13.9%	14.6%
股息收益率	0.0%	0.4%	0.8%	1.4%	1.6%
ROIC	7.1%	5.4%	12.1%	18.3%	25.1%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,582.4	2,605.6	3,430.9	4,144.0	4,361.7	成长性					
减:营业成本	2,150.2	2,216.6	2,614.0	3,108.8	3,268.1	营业收入增长率	-12.6%	0.9%	31.7%	20.8%	5.3%
营业税费	15.8	41.0	68.6	78.7	78.5	营业利润增长率	27.4%	-23.2%	157.4%	65.3%	16.6%
销售费用	35.1	28.9	72.0	87.0	82.9	净利润增长率	42.9%	-7.7%	115.3%	68.4%	16.9%
管理费用	235.8	212.6	411.7	435.1	436.2	EBITDA 增长率	-0.2%	-22.6%	66.4%	40.9%	10.5%
财务费用	13.8	0.7	0.0	-6.5	-18.9	EBIT 增长率	2.8%	-29.9%	155.7%	62.8%	14.0%
资产减值损失	-0.5	4.4	-0.6	1.1	1.6	NOPLAT 增长率	5.7%	-25.2%	134.9%	62.8%	14.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.1%	4.3%	7.6%	-17.0%	-1.9%
投资和汇兑收益	3.4	2.7	2.7	2.9	2.8	净资产增长率	6.1%	7.5%	17.7%	10.4%	11.1%
营业利润	135.6	104.1	267.9	442.8	516.2	利润率					
加:营业外净收支	-6.5	7.3	-3.0	-0.8	1.2	毛利率	16.7%	14.9%	23.8%	25.0%	25.1%
利润总额	129.1	111.4	264.9	442.0	517.3	营业利润率	5.3%	4.0%	7.8%	10.7%	11.8%
减:所得税	7.9	-0.2	21.2	35.4	41.4	净利润率	4.7%	4.3%	7.0%	9.8%	10.9%
净利润	121.5	112.1	241.3	406.4	475.0	EBITDA/营业收入	12.4%	9.5%	12.0%	14.0%	14.7%
						EBIT/营业收入	5.8%	4.0%	7.8%	10.5%	11.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	200	195	141	105	89
货币资金	152.3	228.7	439.2	1,164.9	1,540.2	流动营业资本周转天数	-8	3	23	22	15
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	71	77	111	141	167
应收账款	38.0	39.3	75.1	63.1	82.3	应收账款周转天数	5	5	6	6	6
应收票据	184.3	119.2	300.2	206.3	326.8	存货周转天数	16	17	16	16	16
预付账款	34.2	23.2	122.0	50.7	130.9	总资产周转天数	366	362	324	304	305
存货	104.5	145.5	159.5	203.2	178.0	投资资本周转天数	273	277	223	175	149
其他流动资产	0.0	50.0	409.6	50.0	50.0	投资回报率					
可供出售金融资产	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	ROE	5.8%	4.9%	9.2%	13.9%	14.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	4.2%	7.0%	11.7%	12.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	7.1%	5.4%	12.1%	18.3%	25.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,411.4	1,404.4	1,275.4	1,146.3	1,017.3	销售费用率	1.4%	1.1%	2.1%	2.1%	1.9%
在建工程	117.9	61.1	61.1	61.1	61.1	管理费用率	9.1%	8.2%	12.0%	10.5%	10.0%
无形资产	486.9	547.7	532.9	518.1	503.3	财务费用率	0.5%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.4%
其他非流动资产	26.8	26.6	110.6	6.5	-	三费/营业收入	11.0%	9.3%	14.1%	12.4%	11.5%
资产总额	2,576.3	2,665.7	3,505.4	3,490.3	3,909.8	偿债能力					
短期债务	2.0	-	-	-	-	资产负债率	16.3%	13.0%	22.1%	13.6%	14.3%
应付账款	182.9	191.3	273.4	279.3	301.7	负债权益比	19.4%	14.9%	28.4%	15.7%	16.7%
应付票据	65.7	3.8	83.3	20.3	88.6	流动比率	1.37	1.91	2.18	3.91	4.35
其他流动负债	123.5	122.3	333.9	145.0	140.4	速动比率	1.09	1.45	1.95	3.45	4.01
长期借款	-	-	37.4	-	-	利息保障倍数	10.84	155.03	11592.9	-66.67	-26.29
其他非流动负债	45.3	28.8	46.5	30.0	30.0	分红指标					
负债总额	419.4	346.2	774.5	474.6	560.7	DPS(元)	-	0.05	0.10	0.18	0.21
少数股东权益	51.2	48.6	101.6	101.9	102.8	分红比率	0.0%	29.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	680.0	691.2	691.2	691.2	691.2	股息收益率	0.0%	0.4%	0.8%	1.4%	1.6%
留存收益	1,425.7	1,579.6	1,938.1	2,222.5	2,555.1						
股东权益	2,156.9	2,319.5	2,730.9	3,015.7	3,349.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.18	0.16	0.35	0.59	0.69
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	3.04	3.28	3.80	4.22	4.70
净利润	121.2	111.5	241.3	406.4	475.0	PE(X)	71.6	77.6	36.0	21.4	18.3
加:折旧和摊销	183.0	152.6	143.8	143.8	143.8	PB(X)	4.1	3.8	3.3	3.0	2.7
资产减值准备	-0.5	-3.4	-	-	-	P/FCF	-210.9	326.4	69.9	11.7	17.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	3.4	3.3	2.5	2.1	2.0
财务费用	5.3	0.4	0.0	-6.5	-18.9	EV/EBITDA	19.5	34.5	20.1	13.1	11.3
投资损失	-3.4	-2.7	-2.7	-2.9	-2.8	CAGR(%)	49.7%	62.2%	40.3%	49.7%	62.2%
少数股东损益	-0.3	-0.5	2.3	0.3	0.9	PEG	1.4	1.2	0.9	0.4	0.3
营运资金的变动	-105.3	-173.8	-382.2	334.5	-102.0	ROIC/WACC	0.7	0.5	1.1	1.7	2.4
经营活动产生现金流量	181.4	154.7	2.6	875.5	496.1	REP	4.7	8.2	3.3	2.4	1.7
投资活动产生现金流量	-45.7	-100.3	2.7	2.9	2.8						
融资活动产生现金流量	-169.7	49.4	205.1	-152.7	-123.6						

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、张傲声明, 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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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