

2018年02月27日

方大化工 (000818.SZ)

17年归母净利润同比增长128%

■事件:

公司发布17年年报,实现收入34.01亿元,同比增长30.52%;实现归母净利润2.56亿元,同比增长128.01%。此前公司发布18年1季度业绩预增公告,预计实现归母净利润1.05-1.20亿元,同比增长259-311%。

■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。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大幅上涨,其中烧碱和聚醚产品均价同比增长53%和25%;公司紧抓市场机遇,积极推行“大营销”战略,灵活调整产品销售策略和原料采购策略,销售费用同比增长21.32%,占营业收入比重提升至2.42%,17年全年化工业务实现收入33.18亿元,同比增长27.34%,其中液碱业务实现收入12.49亿元,同比增长52.1%,聚醚实现收入8.05亿元,同比增长38.1%。此外公司加大技术改造投入,并积极降本增效,各项成本费用逐步下降,17年化工业务毛利率水平21.62%,比上年同期增加6.2个百分点,其中烧碱毛利率达到69.0%,提升15.0个百分点,17年公司净利润大幅增加至2.12亿元,同比增长89%。

根据18年1季度业绩预告,公司化工主业继续维持较高景气度,并优化内部管理,化工业务盈利同比增长225-269%,约为9500-10800万元,假设18年化工主业仍保持现有景气,考虑到公司已有的产能,则预计业绩将实现50%甚至以上的增长。

■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。

由于17年现金收购方案9月份确定及军改影响仍未消除等因素影响,长沙韶光和威科电子均仅完成业绩承诺。17年长沙韶光实现收入2.55亿元,同比增长4.1%,净利润7122万元,同比增长4.0%,净利率28%。2017年威科电子实现收入1.07亿元,同比减少10%,净利润3516万元,基本维持不变,净利率30%。

根据18年1季度业绩预告,军工盈利大幅提高,同比增长110%-152%,我们认为主要源于17年1季度基数较低,且军改影响逐步消除带来新

公司动态分析

证券研究报告

氯碱

投资评级 **增持-A**

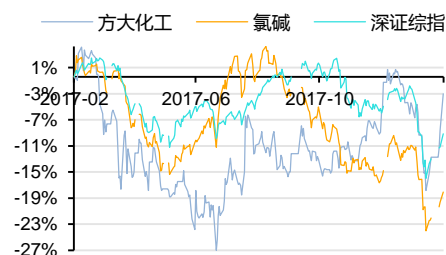
维持评级

6个月目标价: **16元**
股价(2018-02-26) **12.75元**

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 8,820.99 |
| 流通市值(百万元) | 8,800.77 |
| 总股本(百万股) | 691.84 |
| 流通股本(百万股) | 690.26 |
| 12个月价格区间 | 9.61/13.75元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 8.95 | 13.77 | 7.65 |
| 绝对收益 | 1.84 | 8.14 | -1.65 |

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

方大化工: 方大化工: 化工主业持续向好, 坚定转型军工电子/冯福章 2018-01-22

品订单逐步释放。公司 18、19 年军工电子业务承诺净利润合计分别为 1.01、1.21 亿元，考虑到 18 年全年军改影响削弱以及新产品的定型列装，业绩存在超预期的可能。

公司坚定转型军工电子，通过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，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。此外根据公告，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。目前公司董事会及管理层已基本稳定，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。

■员工持股、管理层增持、公司回购等举措彰显发展信心

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。2 月 5 日公司发布公告拟以自有和自筹资金 2-3 亿元，以不超过 14.00 元/股，通过二级市场回购公司股份，回购股份将予以注销。员工持股、管理层增持、公司回购等一系列举措反映了管理层、主要股东对公司内在价值的充分肯定及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；员工持股、管理层增持、公司回购等一系列资本运作彰显公司对其内在价值的充分肯定。我们预计公司 18-20 年的净利润分别为 4.58、5.77、6.37 亿元，EPS 分别为 0.66、0.83、0.92 元，对应当前股价的 PE 分别为 19、15、14 倍，6 个月目标价为 16.0 元，维持“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) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 2,605.6 | 3,400.9 | 4,258.0 | 4,602.8 | 4,860.6 |
| 净利润 | 112.1 | 255.5 | 458.1 | 576.8 | 636.8 |
| 每股收益(元) | 0.16 | 0.37 | 0.66 | 0.83 | 0.92 |
| 每股净资产(元) | 3.28 | 3.61 | 4.11 | 4.73 | 5.42 |

| 盈利和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 78.7 | 34.5 | 19.3 | 15.3 | 13.9 |
| 市净率(倍) | 3.9 | 3.5 | 3.1 | 2.7 | 2.4 |
| 净利润率 | 4.3% | 7.5% | 10.8% | 12.5% | 13.1% |
| 净资产收益率 | 4.9% | 10.2% | 16.1% | 17.6% | 17.0% |
| 股息收益率 | 0.4% | 0.0% | 1.3% | 1.6% | 1.8% |
| ROIC | 5.4% | 12.0% | 18.0% | 21.8% | 27.2% |

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) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 2,605.6 | 3,400.9 | 4,258.0 | 4,602.8 | 4,860.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 2,216.6 | 2,633.8 | 3,146.6 | 3,341.7 | 3,509.4 | 营业收入增长率 | 0.9% | 30.5% | 25.2% | 8.1% | 5.6% |
| 营业税费 | 41.0 | 62.2 | 80.9 | 82.9 | 87.5 | 营业利润增长率 | -23.2% | 181.3% | 87.0% | 22.7% | 10.9% |
| 销售费用 | 28.9 | 82.4 | 106.4 | 105.9 | 111.8 | 净利润增长率 | -7.7% | 128.0% | 79.3% | 25.9% | 10.4% |
| 管理费用 | 212.6 | 289.6 | 361.9 | 391.2 | 403.4 | EBITDA 增长率 | -22.6% | 81.7% | 56.2% | 16.3% | 7.7% |
| 财务费用 | 0.7 | 1.6 | 4.3 | -5.8 | -15.8 | EBIT 增长率 | -29.9% | 186.4% | 83.9% | 20.7% | 9.4% |
| 资产减值损失 | 4.4 | 38.0 | 14.0 | 18.8 | 23.6 | NOPLAT 增长率 | -25.2% | 133.2% | 87.2% | 23.7% | 9.4% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 4.3% | 24.5% | 2.3% | -12.5% | 1.5% |
| 投资和汇兑收益 | 2.7 | 5.2 | 3.8 | 3.9 | 4.3 | 净资产增长率 | 7.5% | 12.3% | 13.3% | 14.8% | 14.3% |
| 营业利润 | 104.1 | 292.8 | 547.5 | 672.1 | 745.1 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 7.3 | 22.6 | 7.8 | 12.6 | 14.3 | 毛利率 | 14.9% | 22.6% | 26.1% | 27.4% | 27.8% |
| 利润总额 | 111.4 | 315.4 | 555.3 | 684.6 | 759.4 | 营业利润率 | 4.0% | 8.6% | 12.9% | 14.6% | 15.3% |
| 减:所得税 | -0.2 | 53.2 | 94.4 | 102.7 | 113.9 | 净利润率 | 4.3% | 7.5% | 10.8% | 12.5% | 13.1% |
| 净利润 | 112.1 | 255.5 | 458.1 | 576.8 | 636.8 | EBITDA/营业收入 | 9.5% | 13.2% | 16.5% | 17.7% | 18.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 4.0% | 8.8% | 13.0% | 14.5% | 15.0% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 固定资产周转天数 | 195 | 148 | 111 | 92 | 77 |
| 货币资金 | 228.7 | 124.8 | 383.2 | 1,054.0 | 1,514.5 | 流动营业资本周转天数 | 3 | -12 | -16 | -14 | -12 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 77 | 77 | 78 | 113 | 151 |
| 应收账款 | 39.3 | 230.8 | 124.0 | 259.6 | 145.5 | 应收账款周转天数 | 5 | 14 | 15 | 15 | 15 |
| 应收票据 | 119.2 | 247.8 | 201.6 | 284.2 | 228.8 | 存货周转天数 | 17 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 预付账款 | 23.2 | 22.6 | 29.8 | 25.9 | 32.6 | 总资产周转天数 | 362 | 342 | 321 | 325 | 340 |
| 存货 | 145.5 | 193.0 | 244.1 | 220.1 | 267.4 | 投资资本周转天数 | 277 | 243 | 218 | 191 | 170 |
| 其他流动资产 | 50.0 | 25.9 | 26.0 | 26.0 | 25.9 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | ROE | 4.9% | 10.2% | 16.1% | 17.6% | 17.0% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 4.2% | 6.9% | 12.1% | 12.9% | 13.8% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 5.4% | 12.0% | 18.0% | 21.8% | 27.2% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 1,404.4 | 1,383.8 | 1,248.5 | 1,113.2 | 977.9 | 销售费用率 | 1.1% | 2.4% | 2.5% | 2.3% | 2.3% |
| 在建工程 | 61.1 | 81.8 | 81.8 | 81.8 | 81.8 | 管理费用率 | 8.2% | 8.5% | 8.5% | 8.5% | 8.3% |
| 无形资产 | 547.7 | 544.4 | 529.2 | 514.1 | 498.9 | 财务费用率 | 0.0% | 0.0% | 0.1% | -0.1% | -0.3% |
| 其他非流动资产 | 26.6 | 927.3 | 913.6 | 899.9 | 891.8 | 三费/营业收入 | 9.3% | 11.0% | 11.1% | 10.7% | 10.3% |
| 资产总额 | 2,665.7 | 3,802.2 | 3,801.8 | 4,498.7 | 4,685.1 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | - | 150.0 | 106.5 | - | - | 资产负债率 | 13.0% | 31.5% | 22.4% | 24.7% | 17.3% |
| 应付账款 | 191.3 | 663.5 | 385.4 | 728.5 | 441.3 | 负债权益比 | 14.9% | 45.9% | 28.8% | 32.7% | 20.9% |
| 应付票据 | 3.8 | 40.1 | 12.4 | 43.3 | 15.2 | 流动比率 | 1.91 | 0.73 | 1.23 | 1.74 | 2.85 |
| 其他流动负债 | 122.3 | 310.7 | 313.1 | 304.8 | 320.2 | 速动比率 | 1.45 | 0.56 | 0.94 | 1.53 | 2.51 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | 155.03 | 192.89 | 127.42 | -115.82 | -46.10 |
| 其他非流动负债 | 28.8 | 32.5 | 32.5 | 32.5 | 32.5 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 346.2 | 1,196.8 | 849.9 | 1,109.1 | 809.2 | DPS(元) | 0.05 | - | 0.17 | 0.21 | 0.23 |
| 少数股东权益 | 48.6 | 108.6 | 111.4 | 116.6 | 125.3 | 分红比率 | 29.0% | 0.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 股本 | 691.2 | 691.8 | 691.8 | 691.8 | 691.8 | 股息收益率 | 0.4% | 0.0% | 1.3% | 1.6% | 1.8% |
| 留存收益 | 1,579.6 | 1,805.0 | 2,148.6 | 2,581.2 | 3,058.8 | | | | | | |
| 股东权益 | 2,319.5 | 2,605.5 | 2,951.9 | 3,389.6 | 3,875.9 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | EPS(元) | 0.16 | 0.37 | 0.66 | 0.83 | 0.92 |
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | BVPS(元) | 3.28 | 3.61 | 4.11 | 4.73 | 5.42 |
| 净利润 | 111.5 | 262.2 | 458.1 | 576.8 | 636.8 | PE(X) | 78.7 | 34.5 | 19.3 | 15.3 | 13.9 |
| 加:折旧和摊销 | 152.6 | 161.4 | 150.4 | 150.4 | 150.4 | PB(X) | 3.9 | 3.5 | 3.1 | 2.7 | 2.4 |
| 资产减值准备 | -3.4 | 38.0 | - | - | - | P/FCF | 331.1 | -92.1 | 24.7 | 11.1 | 14.6 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/S | 3.4 | 2.6 | 2.1 | 1.9 | 1.8 |
| 财务费用 | 0.4 | 0.6 | 4.3 | -5.8 | -15.8 | EV/EBITDA | 34.5 | 20.1 | 12.2 | 9.6 | 8.4 |
| 投资损失 | -2.7 | -5.2 | -3.8 | -3.9 | -4.3 | CAGR(%) | 73.4% | 35.0% | 56.1% | 73.4% | 35.0% |
| 少数股东损益 | -0.5 | 6.7 | 2.8 | 5.2 | 8.7 | PEG | 1.1 | 1.0 | 0.3 | 0.2 | 0.4 |
| 营运资金的变动 | -173.8 | 218.7 | -179.4 | 189.1 | -176.2 | ROIC/WACC | 0.5 | 1.1 | 1.7 | 2.1 | 2.6 |
| 经营活动产生现金流量 | 154.7 | 479.0 | 432.5 | 911.9 | 599.6 | REP | 8.1 | 3.1 | 1.9 | 1.6 | 1.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -100.3 | -707.5 | 3.8 | 3.9 | 4.3 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 49.4 | 105.2 | -177.8 | -245.0 | -143.4 | | | | | | |

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