

2018年05月04日

航锦科技 (000818.SZ)

控股股东新余昊月引入张亚等战略投资者

■事件:

公司控股股东新余昊月将通过火炬树增资 1.34 亿、新余环亚增资 3.0 亿及武汉瑞和转让其持有股权等形式进行股权调整, 最终新余昊月注册资本变为 10.34 亿元, 火炬树和新余环亚将分别持有 70.987%、29.013% 的股权, 其中张亚和周文梅分别持有新余环亚 10% 和 90% 的股权。

■控股股东通过股权调整引入张亚, 或将进一步促进公司军工外延拓展

此次股权调整引入新余环亚, 其持有新余昊月 29.013% 的股权, 根据此前公告, 张亚与周文梅为夫妻关系, 则此次调整后, 张亚夫妻将通过新余昊月间接持有上市公司 8.32% 的股权, 加上张亚直接持有 1.06% 的股权, 则合计持有 9.38% 的股权。

根据公告, 张亚作为公司现军工子公司长沙韶光的原股东, 在军工领域积累深厚, 直接或间接持有正和兴电子、乾宇微电子、芯远半导体十余家公司股权。本次新余昊月引入新余环亚作为战略投资者, 将有助于公司军工业务的外延拓展, 为公司逐步扩大军工业务规模, 重点开拓军工产业链提供了有利条件。

■坚定转型军工电子, 国防信息化建设及自主可控核心受益标的

17 年 10 月公司完成现金收购长沙韶光 70%、威科电子 100% 股权, 解决了跨界问题, 并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, 在集成电路及芯片领域协同效应明显。

根据上海证券报报道, 长沙韶光是我国军用集成电路系列产品的重要供应商, 是国内军用电子元器件种类最全、涉面最广、核心技术和成果最多的研发单位, 具备较强的军用集成电路研发设计以及封装测试能力, 总线接口电路、现场可编程逻辑器件、掉电不丢数据的存储器等产品独家供应, 并向系统级封装、图像处理器和电子开关等方向发力。威科电子的高端产品多芯片组件, 已广泛应用于机载雷达、卫星通讯电子对抗雷达及末端制导、灵巧武器等高端领域, 并沿着沿微波组件基板、新一代通讯天线及功能模块等方向发展。

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%。根据业绩承诺, 18-19 年长沙韶光承诺实现扣非后归母净利润分别不低于 8280、9936 万元, 威科电子承诺实现分别不低于 4320、5184 万元。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定型列装, 业绩或将超预期。

公司动态分析

证券研究报告

氯碱

投资评级 **增持-A**

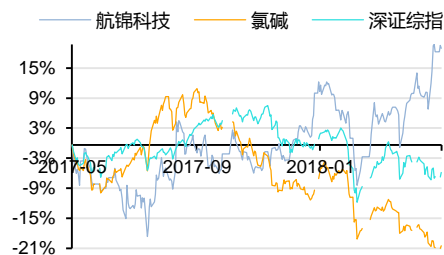
维持评级

6 个月目标价: **16 元**
股价 (2018-05-03) **14.03 元**

交易数据

总市值 (百万元)	9,706.55
流通市值 (百万元)	9,684.30
总股本 (百万股)	691.84
流通股本 (百万股)	690.26
12 个月价格区间	9.61/14.12 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.19	19.27	24.26
绝对收益	8.51	17.7	18.51

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

航锦科技: 方大化工: 17 年归母净利润同比增长 128%/冯福章 2018-02-27
航锦科技: 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

根据此前公告，公司收购上海琢鼎投资 100% 股权，推进公司军工产业并购；并与兵器 214 所就技术合作、业务发展、资本运作战略全面合作也表明了公司坚定转型军工的决心。

■**化工业务维持高景气，将带来稳定现金流**

一季度实际实现净利润 1.28 亿元，超过此前预期，我们认为除军工子公司长沙韶光、威科电子并表外，主要来源于新管理层提质增效及化工产品销售价格继续上涨，其中化工业务盈利同比增长 225-269%，约为 9500-10800 万元，我们预计化工业务全年净利润或将达到 4 个亿。化工业务为公司带来稳定的现金流，17 年公司经营活动净现金流达到 4.79 亿，18 年有望达到 6 个亿，为公司进一步聚焦军工电子业务发展奠定了良好的基础。

■**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，提供稳定现金流；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，并通过大股东引入张亚，将有助于公司进一步推进军工电子业务拓展；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 4.86、5.93、6.45 亿元，EPS 分别为 0.70、0.86、0.93 元，对应当前股价的 PE 分别为 20、16、15 倍，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	485.5	593.0	645.3
每股收益(元)	0.16	0.37	0.70	0.86	0.93
每股净资产(元)	3.28	3.61	4.14	4.78	5.48

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	86.6	38.0	20.0	16.4	15.0
市净率(倍)	4.3	3.9	3.4	2.9	2.6
净利润率	4.3%	7.5%	11.4%	12.9%	13.3%
净资产收益率	4.9%	10.2%	17.0%	17.9%	17.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	1.3%	1.5%	1.7%
ROIC	5.4%	12.0%	19.1%	22.4%	27.6%

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%	95.9%	20.5%	9.2%
销售费用	28.9	82.4	97.9	105.9	111.8	净利润增长率	-7.7%	128.0%	90.0%	22.1%	8.8%
管理费用	212.6	289.6	344.9	372.8	393.7	EBITDA 增长率	-22.6%	81.7%	61.9%	14.7%	6.5%
财务费用	0.7	1.6	3.7	-6.6	-16.3	EBIT 增长率	-29.9%	186.4%	92.4%	18.6%	7.9%
资产减值损失	4.4	38.0	14.0	18.8	23.6	NOPLAT 增长率	-25.2%	133.2%	98.2%	20.0%	7.9%
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%	14.1%	15.1%	14.4%
营业利润	104.1	292.8	573.7	691.3	755.2	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	581.5	703.9	769.5	营业利润率	4.0%	8.6%	13.5%	15.0%	15.5%
减:所得税	-0.2	53.2	93.0	105.6	115.4	净利润率	4.3%	7.5%	11.4%	12.9%	13.3%
净利润	112.1	255.5	485.5	593.0	645.3	EBITDA/营业收入	9.5%	13.2%	17.1%	18.1%	18.3%
						EBIT/营业收入	4.0%	8.8%	13.6%	14.9%	15.2%
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	1,087.0	1,554.0	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	114	154
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	326	343
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%	17.0%	17.9%	17.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	6.9%	12.8%	13.2%	13.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	5.4%	12.0%	19.1%	22.4%	27.6%
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%	2.3%	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%	8.1%	8.1%	8.1%
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%	10.5%	10.3%	10.1%
资产总额	2,665.7	3,802.2	3,801.8	4,531.6	4,724.6	偿债能力					
短期债务	-	150.0	85.9	-	-	资产负债率	13.0%	31.5%	21.8%	24.5%	17.1%
应付账款	191.3	663.5	385.4	728.5	441.3	负债权益比	14.9%	45.9%	27.9%	32.4%	20.7%
应付票据	3.8	40.1	12.4	43.3	15.2	流动比率	1.91	0.73	1.27	1.77	2.90
其他流动负债	122.3	310.7	313.1	304.8	320.2	速动比率	1.45	0.56	0.96	1.56	2.56
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	155.03	192.89	154.81	-104.42	-45.43
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	829.2	1,109.1	809.2	DPS(元)	0.05	-	0.18	0.21	0.23
少数股东权益	48.6	108.6	111.6	116.9	125.7	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	0.3%	0.0%	1.3%	1.5%	1.7%
留存收益	1,579.6	1,805.0	2,169.1	2,613.9	3,097.8						
股东权益	2,319.5	2,605.5	2,972.5	3,422.6	3,915.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.16	0.37	0.70	0.86	0.93
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	BVPS(元)	3.28	3.61	4.14	4.78	5.48
净利润	111.5	262.2	485.5	593.0	645.3	PE(X)	86.6	38.0	20.0	16.4	15.0
加:折旧和摊销	152.6	161.4	150.4	150.4	150.4	PB(X)	4.3	3.9	3.4	2.9	2.6
资产减值准备	-3.4	38.0	-	-	-	P/FCF	364.3	-101.4	26.7	11.7	15.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	3.7	2.9	2.3	2.1	2.0
财务费用	0.4	0.6	3.7	-6.6	-16.3	EV/EBITDA	34.5	20.1	13.0	10.4	9.3
投资损失	-2.7	-5.2	-3.8	-3.9	-4.3	CAGR(%)	75.0%	35.6%	59.1%	75.0%	35.6%
少数股东损益	-0.5	6.7	2.9	5.3	8.8	PEG	1.2	1.1	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	1.8	2.1	2.6
经营活动产生现金流量	154.7	479.0	459.4	927.4	607.8	REP	8.2	3.1	2.0	1.8	1.3
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	-204.8	-227.5	-145.1						

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	
	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	
	林立	021-68766209	linli1@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	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	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@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	
	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