太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2018-07-09

公司点评报告

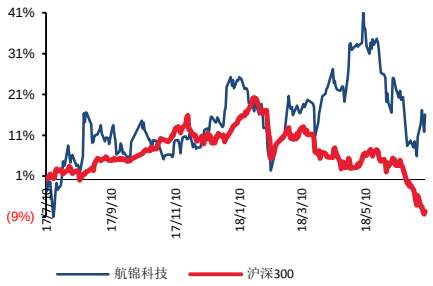
买入/维持

航锦科技(000818)

国防军工

双轮驱动半年报业绩亮眼，军民融合昭示未来前景

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	692/690
总市值/流通(百万元)	8,440/8,421
12 个月最高/最低(元)	14.91/9.61

相关研究报告：

航锦科技（000818）《航锦科技（000818）公司点评：“化工+军工”双主业共振，半年度业绩大幅超预期》--2018/06/05

证券分析师：刘倩倩

电话：010-88321947

E-MAIL：liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190514090001

联系人：马捷

电话：010-88695137

E-MAIL：majie@tpyzq.com

证券分析师：马浩然

电话：010-88321893

E-MAIL：mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120003

事件：公司发布 2018 年半年报，2018 年 H1 公司实现营业收入 18.29 亿元，同比上涨 22.31%；归属母公司净利润 2.41 亿元，同比大幅增长 295.12%；基本每股收益 0.35 元。

其中，化工板块实现营业收入 17.12 亿元，净利润 2.1 亿元；军工板块实现营业收入约 1.17 亿元，净利润 0.31 亿元。

“化工+军工”双轮驱动，半年度业绩亮眼。

化工业务量价齐升，上半年净利润同比增 244%。公司化工业务处于行业景气周期，量价齐升，主营产品烧碱、环氧丙烷及聚醚价格皆同比增长 10%以上，公司液碱、环氧丙烷等生产设备均满负荷运转，超额完成生产计划。上半年，公司化工业务营业收入 17.12 亿元，同比增长 14.49%。产品价格的上涨，叠加新的管理团队对公司内部管理的改善带来公司毛利率大幅度提升，报告期内化工产品平均毛利率 24.88%，同比增长 5.2 个百分点。上半年，公司化工业务实现净利润 2.1 亿元，同比增长 244%，占净利润总额的 87%。公司化工业绩的翻倍增长是上半年公司业绩增长的主要驱动力。我们认为，公司化工产品量价有望在未来两年维持高位，公司化工业务在景气周期内仍有较大成长空间，是公司未来一大盈利增长点，同时化工业务带来的稳定的现金流将为公司发展军工业务起到良好支撑作用。

军工板块订单饱满，业绩同比明显提升。公司军工业务产品具备很强的竞争优势，上半年军工业务整体毛利率达到 51.45%。两军工子公司长沙韶光、威科电子分别实现归母净利润 0.24 亿元和 0.07 亿元。受军改影响订单释放，公司在手订单饱满：核心产品之一的某型号总线控制器已全面进入批量生产状态，目前在手订单合计需求量达到 1.2 万只，预计 2018 年度全年将突破 1.5 万只；另一核心产品某型号芯片亦于上半年进入批量供货阶段，预计 2018 年度将交付的数量是上年度的 200%。上述两款产品上半年实现销售收入 6,100 余万元。两军工子公司业绩一般在下半年释放，我们预计 2018 全年两子公司有望释放良好业绩，全年并表将为公司带来业绩大幅提升。

降本增效，管理成效初步显现。上半年，公司内部大力推进精细化管理理念，通过采用比价采购、合理控制库存、降低管理人员人工成本等手段大幅降低了管理成本。2018 年 H1，公司管理费用 0.79 亿元，同比大幅下降 47.36%；贷款和票据贴现利息增加导致财务费用大幅增加至 0.11 亿元；销售费用 0.41 亿元，主要是运费增加所致。由于

销售商品、提供劳务收到的现金增加，公司经营活动产生的现金流量净额为 642 万元，去年为-4577 万元，公司现金流状况较去年大幅改善。我们认为，公司持续的管理改善将有利于公司降低三费成本，提高公司现金流水平，对公司业绩起到良好的促进作用。

研发创新增厚硬实力，加码军工电子深度布局。公司积极加大军工产品研发投入，报告期内，公司研发投入 0.96 亿元，同比大幅增长 139.06%。孙公司四四三五微电子研发团队全面参与了多兵种科研项目竞标，并取得了 10 余项科研项目的参与资格。

公司为推进军工领域产业布局，通过战略入伙新余华尧永舜投资合伙企业、收购中电华星 100%股权、与中国兵器工业第二一四研究所建立全面战略合作关系等一系列措施，加码军工电子深度布局。

我们认为，在军工电子、芯片技术自主可控的大背景下，公司一面积极投入创新研发，另一面持续加强军工电子产业链的合作、布局，将极大增强公司在军工电子领域，尤其是集成电路、芯片等领域的研发创新能力，为公司后续深度布局国防信息化领域奠定坚实基础。

军工资产控制人战略入股，昭示军工业务发展前景。公司控股股东新余昊月引入战略投资者张亚（张亚为公司收购军工资产实际控制人），将对公司并购的军工资产经营管理起到良好催化作用，同时也为公司后续收购优质军工资产奠定良好基础。

军工电子领域市场空间广阔，国产化替代亟不可待，同时准入门槛较高。在我国国防科技产业的持续发展、国防科技信息化建设提速的背景下，公司筹划搭建自军工集成电路领域向下游信息化武器装备发展的军工电子平台，布局军工电子行业千亿级市场，从而把握军工行业发展带来的机遇，为公司带来新的利润增长点。

盈利预测和评级。公司化工业务受益于供给侧改革和环保政策，迎来量价齐升的快速增长期；军工芯片和集成电路长期受益于自主可控和国产化替代政策。我们坚定看好公司未来发展前景，预计公司 2018 年~2020 年营业收入分别为 48.33 亿元、60.85 亿元、71.92 亿元，2018 年~2020 年归属母公司净利润分别为 5.20 亿元、6.99 亿元、8.63 亿元，EPS 分别为 0.75 元、1.01 元、1.25 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 17 倍、12 倍和 10 倍，维持“买入”的投资评级。

风险提示:化工行业景气度波动；军工子公司业绩不达预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3401	4833	6085	7192
(+/-%)	30.52%	42.11%	25.90%	18.20%
归母净利润(百万元)	259	520	699	863
(+/-%)	131.38%	100.48%	34.38%	23.58%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.75	1.01	1.25
市盈率(PE)	35.51	17.52	13.01	10.51

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	129	(140)	872	1771	3260
应收和预付款项	182	501	325	714	513
存货	146	193	223	295	312
其他流动资产	50	26	26	26	26
流动资产合计	506	581	1446	2806	4111
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1404	1384	1043	620	197
在建工程	61	82	0	0	0
无形资产开发支出	548	544	470	396	322
长期待摊费用	27	36	18	0	0
其他非流动资产	0	1	1	1	1
资产总计	2566	3509	3860	4706	5513
短期借款	0	15000	0	0	0
应付和预收款项	246	754	770	960	949
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0	0
负债合计	246	904	770	960	949
股本	691	692	692	692	692
资本公积	1291	1293	1293	1293	1293
留存收益	289	512	967	1578	2333
归母公司股东权益	2271	2497	2952	3563	4318
少数股东权益	49	109	138	183	246
股东权益合计	2319	2605	3090	3746	4564
负债和股东权益	2566	3509	3860	4706	5513

现金流量表(百万)					
经营性现金流	156	478	1216	958	1541
投资性现金流	(100)	(708)	7	(1)	(1)
融资性现金流	49	105	(211)	(58)	(52)
现金增加额	105	(123)	1011	899	1489

利润表(百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2605.6	3400.9	4832.9	6084.8	7192.3
营业成本	2216.6	2633.8	3573.2	4448.1	5207.6
营业税金及附加	41.0	62.2	77.3	94.3	115.1
销售费用	28.9	82.4	96.7	121.7	143.8
管理费用	212.6	289.6	372.1	474.6	575.4
财务费用	0.7	1.6	(4.3)	(29.7)	(56.6)
资产减值损失	4.4	38.0	14.0	14.0	14.0
投资收益	2.7	5.2	0.0	0.0	0.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	104.1	298.5	703.9	961.8	1193.0
其他非经营损益	7.3	22.6	10.0	0.0	0.0
利润总额	111.4	321.1	713.9	961.8	1193.0
所得税	(0.2)	55.1	164.2	218.4	266.9
净利润	111.5	266.0	549.8	743.4	926.1
少数股东损益	(0.5)	6.7	29.9	44.8	62.7
归母股东净利润	112.1	259.3	519.9	698.6	863.4

预测指标					
毛利率	14.9%	22.6%	26.1%	26.9%	27.6%
销售净利率	4.3%	7.8%	11.4%	12.2%	12.9%
销售收入增长率	0.9%	30.5%	42.1%	25.9%	18.2%
EBIT 增长率	-22.9%	192.9%	119.5%	31.3%	21.9%
净利润增长率	-7.7%	131.4%	100.5%	34.4%	23.6%
ROE	4.9%	10.4%	17.6%	19.6%	20.0%
ROA	4.4%	7.4%	13.5%	14.8%	15.7%
ROIC	4.9%	11.4%	19.7%	32.1%	43.8%
EPS(X)	0.16	0.37	0.75	1.01	1.25
PE(X)	77.53	33.51	16.71	12.44	10.06
PB(X)	3.83	3.48	2.94	2.44	2.01
PS(X)	3.33	2.56	1.80	1.43	1.21
EV/EBITDA(X)	32.73	18.42	6.60	4.99	3.54

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610)88321761

传真：(8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。