

# 航锦科技 (000818)

证券研究报告

2018年07月10日

## 上半年 300%业绩预增已兑现，化工军工实现两翼齐飞

**事件：半年报净利润同比大增 295.12%，经营现金流优化显著**

7月9日公司发布半年报，上半年公司实现营收 18.29 亿元，同比+22.31%，归母净利润 2.41 亿元，同比大增 295.12%，经营现金净流入 641.54 万元，同比增 0.52 亿，实现显著优化。**业绩增长原因有三：**(1) 军工产品已全面进入批量生产与供货，(2) 化工品量价齐升，总销量\毛利率实现双增，(3) 公司薪酬结构再优化、通过降本增效实现了费用有效控制。

**军工高景气拐点下订单显著增长，外延生长推进布局**

公司军工电子板块发展主线明确，上半年已恢复批量供货，总收入 1.17 亿元。据军采网数据，17 年 11 月-18 年 6 月共采购 142 次，同比近翻倍 (+97.2%)，军改影响逐步消除，高景气周期已至。据半年报，公司某军工电子核心产品已全面批量生产，在手订单 1.2 万只，全年有望突破 1.5 万只；另一核心产品已批量供货，18 全年交付或将翻倍；两产品 H1 营收 0.61 亿元，占总营收 18.3%，净利润 0.31 亿元，占 12.9%。17 年末公司收购长沙韶光\威科电子，前者主营军用集成电路设计\封装；后者是国内厚膜集成电路设计生产先驱者，积累了深厚的技术底蕴，两家公司 2018H1 净利润贡献分别为 0.34/0.07 亿元。

报告期内，公司继续通过收购、投资与战略协议等方式推动军工电子业务发展。6月15日威科电子联合上海琢鼎以 0.57 亿购买中电华星 100%股权，进一步扩大军品规模并延伸电子产业链。4月9日与中兵 214 研究所签订战略合作协议，就技术合作、业务发展、资本运作达成战略合作，借力其在集成电路、芯片实力，实现产业整合。3月10日公司入伙华尧永舜 (40%)，报告期内华尧永舜对外投资 0.1 亿，取得河南中机华远 2.38%股权，再次推进军工领域产业布局。

**引入军用芯片战略投资者，股权结构进一步清晰**

5月4日公司公告，控股股东新余昊月引入战略投资者新余环亚，完成后新余昊月注册资本增至 10.34 亿，由新余环亚控股 29%。新余环亚股东张亚先生在军用电子器件行业底蕴深厚，直接\间接持股多家军工电子公司，实际持股比例达 30.06%。本次战投的引入进一步明晰了公司股权有助于公司军品的外延扩展，为军用电子产业链深度布局提供了丰沃土壤。

**化工板块享受行业景气量价齐升，降本增效与薪酬优化助推业绩上行**

16H2 至今，化工行业受益供给侧改革与环保督查而进入景气周期，同时得益于公司完善的成本控制手段与薪酬结构优化，核心产品实现量价齐升，管理费用显著下降，报告期内折百液碱\环氧丙烷\聚氯乙烯等产品售价分别上涨 14%\20.2%\9.2%，产量分别增长 3.98%\0.5%\5.26%，在降本增效、以人为本的精细化管理思路下，管理费用得到有效控制，同比下降 47.36%。

**盈利预测与评级：**H1 业绩延续 Q1 向好趋势，经营现金流显著优化，化工品量价齐升，军品订单与业绩良好增长。上调公司 19 年业绩增速 (20%至 25%)，调整后，18-20 年收入从 42.85\51.42\61.71 上调至 42.85/53.56/64.28 亿，净利润从 5.12\5.92\7.10 上调至 5.12\6.16\7.39 亿，对应 EPS 0.74\0.89\1.07 元/股，P/E 为 17.04\14.16\ 11.81x。目标价 16.73 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**化工行业景气持续不及预期，公司军品外延协同不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,605.60	3,400.92	4,285.16	5,356.45	6,427.74
增长率(%)	0.90	30.52	26.00	25.00	20.00
EBITDA(百万元)	247.48	449.57	646.28	752.41	886.23
净利润(百万元)	112.08	255.54	512.30	616.45	739.53
增长率(%)	(7.75)	128.01	100.47	20.33	19.97
EPS(元/股)	0.16	0.37	0.74	0.89	1.07
市盈率(P/E)	77.90	34.17	17.04	14.16	11.81
市净率(P/B)	3.84	3.50	2.90	2.41	2.00
市销率(P/S)	3.35	2.57	2.04	1.63	1.36
EV/EBITDA	34.53	20.08	13.18	10.20	7.71

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 (维持评级)
当前价格	12.62 元
目标价格	16.73 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	691.84
流通 A 股股本(百万股)	690.26
A 股总市值(百万元)	8,731.05
流通 A 股市值(百万元)	8,711.04
每股净资产(元)	3.81
资产负债率(%)	31.27
一年内最高/最低(元)	15.07/9.50

### 作者

**邹润芳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

**潘暕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《航锦科技-公司点评:上半年业绩预增约 300%，化工现金助推军工电子龙头亮剑》2018-06-05
- 《航锦科技-公司点评:控股股东引入战略投资者，助力公司军工业务发展》2018-05-04
- 《方大化工-季报点评:高增长可持续，潜在军工电子龙头价值凸显》2018-04-12

图 1: 17H1、18H1 主要化工产品平均售价 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司 2018 半年报, 天风证券研究所

图 2: 17H1、18H1 主要化工产品完成产量 (单位: 万吨)



资料来源: 公司 2018 半年报, 天风证券研究所

图 3: 2017H1、2018H1 公司分板块业绩拆分

000818.SZ	2017H1	2018H1	Δ	000818.SZ	2017H1	2018H1	Δ
单位: 百万元	2017/6/30	2018/6/30		单位: 百万元	2017/6/30	2018/6/30	
<b>营业收入</b>	<b>1,495.08</b>	<b>1,828.62</b>	<b>333.54</b>	<b>营收占比</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>0.00%</b>
<b>化工</b>	<b>1,495.03</b>	<b>1,711.66</b>	<b>216.63</b>	<b>化工</b>	100.00%	93.60%	0.00%
液碱	539.19	631.77	92.58	液碱	36.06%	34.55%	0.00%
聚醚	343.25	383.79	40.54	聚醚	22.96%	20.99%	0.00%
环氧丙烷	294.47	315.67	21.20	环氧丙烷	19.70%	17.26%	0.00%
聚氯乙烯	132.05	154.77	22.73	聚氯乙烯	8.83%	8.46%	0.00%
氯化苯	97.04	96.39	-0.65	氯化苯	6.49%	5.27%	0.00%
四氯化钛	31.41	37.23	5.83	四氯化钛	2.10%	2.04%	0.00%
<b>军工产品</b>		<b>116.96</b>	<b>116.96</b>	<b>军工产品</b>	0.00%	6.40%	0.00%
<b>营业成本</b>	<b>1,200.88</b>	<b>1,342.53</b>	<b>141.65</b>	<b>毛利率</b>	<b>19.68%</b>	<b>26.58%</b>	<b>6.90%</b>
<b>化工</b>	<b>1,200.85</b>	<b>1,285.75</b>	<b>84.90</b>	<b>化工</b>	19.68%	24.88%	5.21%
液碱	181.59	188.40	6.81	液碱	66.32%	70.18%	3.86%
聚醚	339.78	355.88	16.11	聚醚	1.01%	7.27%	6.26%
环氧丙烷	266.97	263.36	-3.60	环氧丙烷	9.34%	16.57%	7.23%
聚氯乙烯	148.15	164.68	16.53	聚氯乙烯	-12.19%	-6.40%	5.79%
氯化苯	106.11	96.80	-9.32	氯化苯	-9.35%	-0.42%	8.93%
四氯化钛	25.42	31.90	6.48	四氯化钛	19.05%	14.32%	-4.73%
<b>军工产品</b>		<b>56.78</b>	<b>56.78</b>	<b>军工产品</b>	0.00%	51.45%	51.45%

资料来源: 公司 2018 半年报, 天风证券研究所

表 1: 公司外延拓展军工电子板块相关公告

公告日期	相关事项	细节
2018/4/9	中兵工业 214 研究所	公司与中国兵器工业第 214 研究所经友好协商, 就建立长期、稳定、共同发展的合作关系, 于 2018 年 4 月 8 日签订了《全面战略合作协议》
2018/6/15	威科电子收购中电华星	公司全资子公司威科电子模块 (深圳) 有限公司和公司控股子公司上海琢鼎投资管理有限公司拟组成联合体, 以合计 5702.16 万元的交易底价, 共同收购深圳市中电华星电子技术有限公司 100% 股权。截止本半年度报告披露之日, 联合体尚未签订正式《股权转让协议》。
2018/3/10	河南中机华远机械工程	报告期内, 公司为推进军工领域产业布局, 入伙新余华尧永舜投资合伙企业 (有限合伙)。华尧永舜对外投资 1000 万元, 用于取得河南中机华远机械工程有限公司 2.38% 的股权。

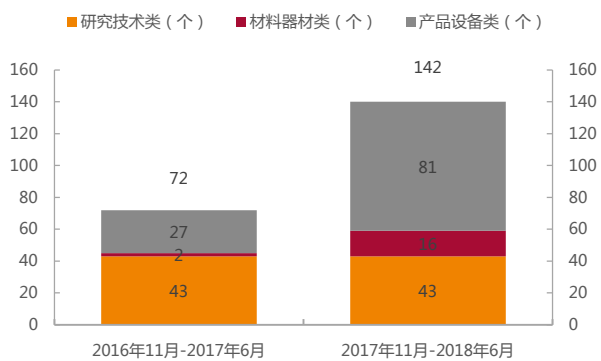
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 2：军工电子两家子公司 2018H1 业绩情况

	注册资本 (百万)	营业收入 (百万)	营业利润 (百万)	净利润 (百万)	净利率	公司对子公司担保额度 (百万)
长沙韶光	20.41	88.74	37.26	33.86	38.2%	20,000.00
威科电子	14.56	28.22	7.58	6.94	24.6%	10,000.00
<b>总计</b>	<b>34.97</b>	<b>116.96</b>	<b>44.85</b>	<b>40.80</b>	<b>34.9%</b>	<b>30,000.00</b>

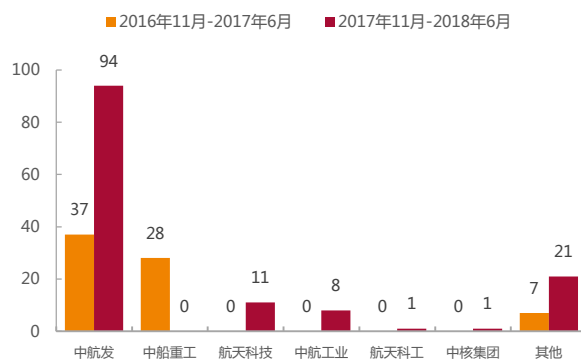
资料来源：公司 2018 半年报，天风证券研究所

图 4：全军装采网最新招标情况（按类型统计）



资料来源：全军装备采购信息网，天风证券研究所

图 5：全军装采网最新招标情况（按招标集团统计）



资料来源：全军装备采购信息网，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	228.73	124.85	342.81	1,131.15	1,990.17
应收账款	39.29	230.82	98.98	(10.16)	(12.19)
预付账款	23.22	22.61	63.67	32.23	78.48
存货	145.52	192.96	188.57	304.07	277.43
其他	169.19	273.79	250.03	406.62	362.01
<b>流动资产合计</b>	<b>605.95</b>	<b>845.03</b>	<b>944.06</b>	<b>1,863.92</b>	<b>2,695.90</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,404.44	1,383.78	1,367.43	1,357.10	1,348.77
在建工程	61.09	81.76	85.06	99.03	107.42
无形资产	547.69	544.36	529.22	514.08	498.94
其他	46.55	947.30	913.87	903.49	899.68
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,059.77</b>	<b>2,957.21</b>	<b>2,895.58</b>	<b>2,873.69</b>	<b>2,854.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,665.71</b>	<b>3,802.24</b>	<b>3,839.64</b>	<b>4,737.61</b>	<b>5,550.71</b>
短期借款	0.00	150.00	71.34	0.00	0.00
应付账款	191.35	663.46	298.28	688.57	611.84
其他	126.09	350.79	313.75	274.13	413.39
<b>流动负债合计</b>	<b>317.44</b>	<b>1,164.25</b>	<b>683.36</b>	<b>962.70</b>	<b>1,025.24</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.80	32.50	35.54	32.28	33.44
<b>非流动负债合计</b>	<b>28.80</b>	<b>32.50</b>	<b>35.54</b>	<b>32.28</b>	<b>33.44</b>
<b>负债合计</b>	<b>346.24</b>	<b>1,196.75</b>	<b>718.90</b>	<b>994.98</b>	<b>1,058.68</b>
少数股东权益	48.62	108.62	111.57	117.01	126.88
股本	691.23	691.84	691.84	691.84	691.84
资本公积	1,290.70	1,293.07	1,293.07	1,293.07	1,293.07
留存收益	1,579.62	1,805.03	2,317.32	2,933.78	3,673.31
其他	(1,290.70)	(1,293.07)	(1,293.07)	(1,293.07)	(1,293.07)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,319.48</b>	<b>2,605.49</b>	<b>3,120.74</b>	<b>3,742.63</b>	<b>4,492.03</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,665.71</b>	<b>3,802.24</b>	<b>3,839.64</b>	<b>4,737.61</b>	<b>5,550.71</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	111.54	262.22	512.30	616.45	739.53
折旧摊销	152.58	161.42	88.20	91.50	95.08
财务费用	0.44	0.58	3.56	(7.00)	(19.22)
投资损失	(2.70)	(5.23)	(3.77)	(3.77)	(3.77)
营运资金变动	(173.76)	218.72	(236.46)	224.55	92.23
其它	66.62	(158.70)	3.11	5.54	10.09
<b>经营活动现金流</b>	<b>154.73</b>	<b>479.01</b>	<b>366.93</b>	<b>927.27</b>	<b>913.95</b>
资本支出	155.36	1,004.59	56.96	83.26	78.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(255.67)	(1,712.10)	(113.19)	(159.50)	(155.07)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(100.31)</b>	<b>(707.51)</b>	<b>(56.23)</b>	<b>(76.23)</b>	<b>(76.23)</b>
债权融资	0.00	150.00	71.34	0.00	0.00
股权融资	52.36	16.95	1.62	13.90	28.42
其他	(3.00)	(61.75)	(165.68)	(76.60)	(7.13)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>49.37</b>	<b>105.20</b>	<b>(92.73)</b>	<b>(62.70)</b>	<b>21.30</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>103.78</b>	<b>(123.30)</b>	<b>217.97</b>	<b>788.34</b>	<b>859.01</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,605.60</b>	<b>3,400.92</b>	<b>4,285.16</b>	<b>5,356.45</b>	<b>6,427.74</b>
营业成本	2,216.56	2,633.81	3,261.01	4,124.47	4,949.36
营业税金及附加	41.02	62.24	57.37	84.69	101.77
营业费用	28.91	82.42	77.13	85.70	102.84
管理费用	212.64	289.59	321.39	385.66	462.80
财务费用	0.68	1.56	3.56	(7.00)	(19.22)
资产减值损失	4.41	38.00	13.96	18.79	23.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.70	5.23	3.77	3.77	3.77
其他	(5.40)	(4.75)	(7.53)	(7.53)	(7.53)
<b>营业利润</b>	<b>104.09</b>	<b>292.83</b>	<b>554.52</b>	<b>667.91</b>	<b>810.38</b>
营业外收入	26.79	30.90	22.43	26.71	26.68
营业外支出	19.51	8.30	16.73	14.85	13.29
<b>利润总额</b>	<b>111.38</b>	<b>315.43</b>	<b>560.22</b>	<b>679.77</b>	<b>823.76</b>
所得税	(0.16)	53.21	44.82	57.78	74.14
<b>净利润</b>	<b>111.54</b>	<b>262.22</b>	<b>515.40</b>	<b>621.99</b>	<b>749.62</b>
少数股东损益	(0.53)	6.67	3.11	5.54	10.09
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>112.08</b>	<b>255.54</b>	<b>512.30</b>	<b>616.45</b>	<b>739.53</b>
每股收益(元)	0.16	0.37	0.74	0.89	1.07

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.90%	30.52%	26.00%	25.00%	20.00%
营业利润	-23.23%	181.31%	89.37%	20.45%	21.33%
归属于母公司净利润	-7.75%	128.01%	100.47%	20.33%	19.97%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.93%	22.56%	23.90%	23.00%	23.00%
净利率	4.30%	7.51%	11.96%	11.51%	11.51%
ROE	4.94%	10.23%	17.02%	17.00%	16.94%
ROIC	5.35%	11.97%	20.17%	21.62%	28.01%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	12.99%	31.47%	18.72%	21.00%	19.07%
净负债率	11.43%	4.51%	29.54%	8.14%	-3.03%
流动比率	1.91	0.73	1.38	1.94	2.63
速动比率	1.45	0.56	1.11	1.62	2.36
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	67.41	25.18	25.99	120.61	-575.38
存货周转率	20.84	20.10	22.46	21.75	22.11
总资产周转率	0.99	1.05	1.12	1.25	1.25
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.16	0.37	0.74	0.89	1.07
每股经营现金流	0.22	0.69	0.53	1.34	1.32
每股净资产	3.28	3.61	4.35	5.24	6.31
<b>估值比率</b>					
市盈率	77.90	34.17	17.04	14.16	11.81
市净率	3.84	3.50	2.90	2.41	2.00
EV/EBITDA	34.53	20.08	13.18	10.20	7.71
EV/EBIT	81.56	30.09	15.27	11.61	8.63

### 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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com