

航锦科技 (000818)

证券研究报告

2019年07月05日

收购国光电气和思科瑞，持续布局军工电子产业链

收购国光电气和思科瑞，持续布局军工电子产业链

6月17日公司发布公告，以11.27亿元收购国光电气98%的股权，并以9.1亿元收购思科瑞100%股权，合计交易价格20.37亿元（40%现金，60%发股，发股价10.69元/股，约1.14亿股）。两标的情况如下：

(1) 国光电气：公司主营军用微波电真空器件、固态微波器件等，18年营收4.29亿元，同比+36.2%，民品业务包括真空开关及接触器/真空测控设备等；18年归母净利润0.76亿元，同比+245%。

(2) 思科瑞：公司主营业务为军用元器件检测筛选、DPA、失效分析、质量保证技术服务等。2018年公司营收0.7亿元，同比+250%，归母净利润0.32亿元，同比+274%。

军工+化工双主业持续增长，外延收购聚焦军工主业，望受益国产替代

2018年公司实现营收38.25亿元，同比+12.48%，归母净利润5.03亿元，同比+97%，其中军工业务实现营收4.05亿元、净利润1.17亿元，主要由子公司长沙韶光和威科电子贡献业绩：

(1) 长沙韶光：核心产品为FPGA/DSP/总线控制器/微配置存储等，其研发的GPU芯片拥有完全自主知识产权，在信息安全和供货能力方面有充分保障，预计年内实现量产。2018年实现营收2.7亿元，净利润0.92亿元。

(2) 威科电子：公司是少数掌握LTCC-MCM技术的厚膜集成电路生产商，主营业务为多芯片组件。2018年实现营收1.41亿元，净利润0.47亿元。本次收购完成后，追溯后的四家军工子公司净利润总额是2.47亿元，占2018年追溯后净利润总额的比例是39.02%，军工子公司业绩占比从10.73%上升到21%。

化工行业景气或触底，公司增速或有所放缓

化工行业供给侧改革叠加环保监管趋严，推动公司主要化工产品价格产量双升，化工业务表现出色，18年实现营收34.20亿元，同比+3.07%，归母净利润3.86亿元，同比+74.66%，毛利率22.44%，主要是由于公司精细化管理所致。今年以来经济下行导致下游需求萎缩，2019年上半年行业整体液碱/环氧丙烷价格下降21.57%/8.88%。未来化工业务将为公司持续贡献现金流，助力公司军工电子业务的外延收购与持续布局。

盈利预测与投资建议：在不考虑收购并表的前提下，预计19-21年营收为46.48/54.94/63.18亿元，归母净利润7.22/9.09/11.43亿元，EPS为1.05/1.32/1.66元，P/E为10.14/8.06/6.40x。假设本次收购顺利完成，对公司四家军工子公司进行分部估值得到备考的合理市值为142.93亿元，增长空间67.64%。

风险提示：业绩承诺不能实现的风险，商誉减值风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,400.92	3,825.35	4,648.18	5,494.15	6,318.27
增长率(%)	30.52	12.48	21.51	18.20	15.00
EBITDA(百万元)	449.57	817.15	1,043.20	1,304.93	1,584.97
净利润(百万元)	255.54	503.31	721.95	908.51	1,143.21
增长率(%)	128.01	96.96	45.04	34.52	26.78
EPS(元/股)	0.37	0.73	1.05	1.32	1.66
市盈率(P/E)	28.65	14.55	10.14	8.06	6.40
市净率(P/B)	2.93	3.02	2.25	1.76	1.38
市销率(P/S)	2.15	1.91	1.58	1.33	1.16
EV/EBITDA	20.08	8.01	6.26	4.26	2.75

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	10.12元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	690.00
流通A股股本(百万股)	670.34
A股总市值(百万元)	6,982.80
流通A股市值(百万元)	6,783.86
每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	36.64
一年内最高/最低(元)	14.44/8.20

作者

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

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

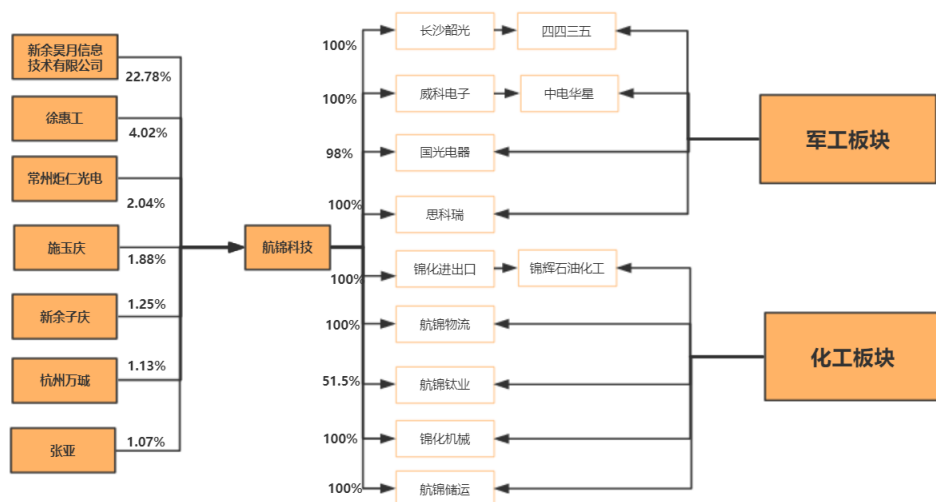
相关报告

- 《航锦科技-公司点评:股权激励计划望实现长效激励，未来三年业绩增长可期》2018-08-01
- 《航锦科技-半年报点评:上半年300%业绩预增已兑现，化工军工实现两翼齐飞》2018-07-10
- 《航锦科技-公司点评:上半年业绩预增约300%，化工现金牛助推军工电子龙头亮剑》2018-06-05

收购方案落地后，公司投资建议

公司计划以 11.27 亿元收购国光电气 98%的股权，并以 9.1 亿元收购思科瑞 100%股权，合计交易价格 20.37 亿元。收购完成后公司股权结构如下：

图 1：收购完成后公司股权结构图



资料来源：WIND，天风证券研究所

公司计划以增发股票的方式支付 60%的收购金额 12.22 亿元，每股发行价 10.69 元，共发行 1.14 亿股，故收购完成后公司总股本为 8.04 亿股。当前市值 73.14 亿元，以 7 月 2 日股价 10.60 元计算，公司增发后总市值为 85.26 亿元。

2018 年公司化工板块实现净利润 3.86 亿元，军工板块收购完成后由国光电气/思科瑞/长沙韶光/威科电子贡献业绩，净利润分为为 0.76/0.32/0.92/0.47 亿元，考虑到公司未来发展中心在军工电子产业链，以及化工受经济环境下滑导致下游需求萎缩，故预计 2019 年军工板块净利润增速 20%，化工板块净利润增速 5%。

我们采用可比公司法对军工板块四家子公司进行估值。对长沙韶光选择芯片、电子板块的北信源、兆易创新作为可比公司，平均 P/E 为 50.15，对国光电气和威科电子选择同为电子元器件板块的振华科技、金信诺、歌尔股份、瀛通通讯和立讯精密作为可比公司，平均 P/E 为 26.27，对思科瑞选择同为封装测试板块的四创电子和华天科技作为可比公司，平均 P/E 为 28.15，对化工板块选择主营产品同为液碱产品的滨化股份和三友化工作为可比公司，平均 P/E 为 10.8。

图 2：军工/化工板块按业务选择可比公司

长沙韶光可比公司	国光电器/威科电子可比公司	思科瑞可比公司	化工板块	
北信源	45.3 歌尔股份	23.95 四创电子	29 滨化股份	13.2
兆易创新	55 瀛通通讯	24.7 华天科技	27.3 三友化工	8.4
	立讯精密	29.4		
	振华科技	26.9		
平均	50.15	26.02	28.15	10.8

资料来源：WIND，天风证券研究所

长沙韶光 P/E50x,国光电气和威科电子 P/E25x，思科瑞 P/E28x，化工板块 P/E10x，计算得公司备考市值 142.93 亿元，上涨空间 67.64%。

图 3：备考市值计算

	2018年净	持股比例	预计增速	2019年净利润		备考市值 (亿元)
	利润 (亿 元)			预估值 (亿元)	P/E	
国光电器	0.76	98%	20%	0.89	25	22.34
思科瑞	0.32	100%	20%	0.38	28	10.75
长沙韶光	0.92	100%	20%	1.10	50	55.20
威科电子	0.47	100%	20%	0.56	25	14.10
四家子公司利润合计	2.47			2.95		102.40
化工板块	3.86		5%	4.05	10	40.53
合计				7.00		142.93
上涨空间						67.64%

资料来源：WIND，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	124.85	281.85	2,427.74	3,437.25	4,678.38	营业收入	3,400.92	3,825.35	4,648.18	5,494.15	6,318.27
应收票据及应收账款	475.81	626.55	793.72	1,037.66	1,243.94	营业成本	2,633.81	2,839.76	3,207.25	3,736.02	4,233.24
预付账款	22.61	47.11	24.16	58.86	35.21	营业税金及附加	62.24	62.22	74.37	93.40	113.73
存货	192.96	323.82	246.36	376.31	329.23	营业费用	82.42	103.11	116.20	137.35	157.96
其他	28.80	70.85	46.69	65.84	56.27	管理费用	289.59	244.60	278.89	302.18	315.91
流动资产合计	845.03	1,350.19	3,538.67	4,975.92	6,343.01	研发费用	0.00	24.48	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	1.56	24.77	70.71	101.05	90.99
固定资产	1,383.78	1,323.58	1,298.86	1,284.41	1,263.13	资产减值损失	38.00	18.32	20.00	20.00	20.00
在建工程	81.76	57.03	70.22	90.13	84.08	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	544.36	529.80	514.60	499.40	484.20	投资净收益	5.23	103.97	5.00	10.00	15.00
其他	947.30	961.02	953.57	944.41	941.26	其他	(4.75)	(212.74)	(10.00)	(20.00)	(30.00)
非流动资产合计	2,957.21	2,871.43	2,837.25	2,818.35	2,772.66	营业利润	292.83	616.86	885.76	1,114.14	1,401.44
资产总计	3,802.24	4,221.62	6,375.92	7,794.28	9,115.67	营业外收入	30.90	1.11	10.00	10.00	10.00
短期借款	150.00	497.37	1,100.00	1,100.00	1,100.00	营业外支出	8.30	1.31	12.00	12.00	12.00
应付票据及应付账款	357.60	503.61	476.39	768.95	759.72	利润总额	315.43	616.66	883.76	1,112.14	1,399.44
其他	656.65	731.07	902.44	1,092.03	1,247.13	所得税	53.21	99.64	141.40	177.94	223.91
流动负债合计	1,164.25	1,732.04	2,478.83	2,960.98	3,106.85	净利润	262.22	517.02	742.36	934.20	1,175.53
长期借款	0.00	0.00	550.00	550.00	550.00	少数股东损益	6.67	13.72	20.41	25.69	32.33
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	255.54	503.31	721.95	908.51	1,143.21
其他	32.50	24.45	28.00	30.00	30.00	每股收益(元)	0.37	0.73	1.05	1.32	1.66
非流动负债合计	32.50	24.45	578.00	580.00	580.00						
负债合计	1,196.75	1,756.49	3,056.83	3,540.98	3,686.85	主要财务比率					
少数股东权益	108.62	42.82	63.23	88.92	121.25		2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	691.84	690.00	690.00	690.00	690.00	成长能力					
资本公积	1,293.07	884.00	884.00	884.00	884.00	营业收入	30.52%	12.48%	21.51%	18.20%	15.00%
留存收益	1,805.03	1,843.92	2,565.86	3,474.37	4,617.58	营业利润	181.31%	110.66%	21.21%	21.08%	19.59%
其他	(1,293.07)	(995.60)	(884.00)	(884.00)	(884.00)	归属于母公司净利润	128.01%	96.96%	45.04%	34.52%	26.78%
股东权益合计	2,605.49	2,465.13	3,319.09	4,253.29	5,428.83	获利能力					
负债和股东权益总	3,802.24	4,221.62	6,375.92	7,794.28	9,115.67	毛利率	22.56%	25.76%	31.00%	32.00%	33.00%
						净利率	7.51%	13.16%	15.53%	16.54%	18.09%
						ROE	10.23%	20.78%	22.17%	21.82%	21.54%
						ROIC	11.97%	21.13%	30.89%	41.34%	52.17%
						偿债能力					
						资产负债率	31.47%	41.61%	47.94%	45.43%	40.45%
						净负债率	0.97%	8.74%	-23.43%	-42.02%	-55.78%
						流动比率	0.73	0.78	1.43	1.68	2.04
						速动比率	0.56	0.59	1.33	1.55	1.94
						营运能力					
						应收账款周转率	10.75	6.94	6.55	6.00	5.54
						存货周转率	20.10	14.80	16.30	17.65	17.91
						总资产周转率	1.05	0.95	0.88	0.78	0.75
						每股指标(元)					
						每股收益	0.37	0.73	1.05	1.32	1.66
						每股经营现金流	0.69	0.58	1.46	1.71	1.98
						每股净资产	3.62	3.51	4.72	6.04	7.69
						估值比率					
						市盈率	28.65	14.55	10.14	8.06	6.40
						市净率	2.93	3.02	2.25	1.76	1.38
						EV/EBITDA	20.08	8.01	6.26	4.26	2.75
						EV/EBIT	30.09	9.90	6.83	4.57	2.92

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	262.22	517.02	721.95	908.51	1,143.21
折旧摊销	161.42	169.82	86.73	89.74	92.54
财务费用	0.58	18.55	70.71	101.05	90.99
投资损失	(5.23)	(103.97)	(5.00)	(10.00)	(15.00)
营运资金变动	218.50	(382.72)	112.57	65.57	23.05
其它	(158.48)	184.01	20.41	25.69	32.33
经营活动现金流	479.01	402.72	1,007.37	1,180.56	1,367.11
资本支出	1,004.59	83.52	56.45	78.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,712.10)	(162.06)	(111.45)	(148.00)	(85.00)
投资活动现金流	(707.51)	(78.54)	(55.00)	(70.00)	(35.00)
债权融资	150.00	497.37	1,650.00	1,650.00	1,650.00
股权融资	1.43	(547.28)	40.89	(101.05)	(90.99)
其他	(46.22)	(118.12)	(497.37)	(1,650.00)	(1,650.00)
筹资活动现金流	105.20	(168.04)	1,193.53	(101.05)	(90.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(123.30)	156.14	2,145.89	1,009.51	1,241.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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