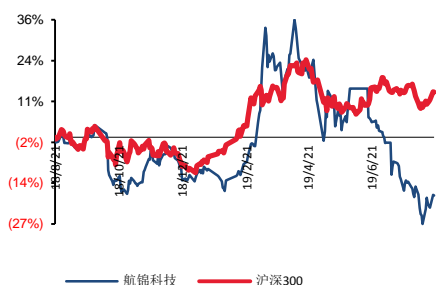


国防军工

中报点评: 军工业务净利润大幅增长, 控股股东拟变更武汉国资委

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	690/671
总市值/流通(百万元)	5,830/5,669
12个月最高/最低(元)	14.21/7.55

■ 相关研究报告:

航锦科技(000818)《公司点评: 拟收购成都国光和思科瑞, 与现有军工电子业务形成协同效应》
--2019/06/10

■ 证券分析师: 马捷

电话: 010-88695137

E-MAIL: majie@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519070002

■ 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

■ 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:2019年上半年公司实现营业收入17.90亿,同比下滑2.11%;实现归属于母公司的净利润1.55亿,同比下降35.88%;实现扣非后归母净利润1.48亿元,同比下降38.59%;经营活动产生的现金流量净额1.32亿元,同比增长1953.56%;实现EPS0.23元,同比下降34.29%。

■ 点评:

军工业务配套能力增强,净利润实现大幅增长。随着研发投入和新产品的定型成功,公司军工电子业务的整体配套能力增强。2019年上半年,军工业务实现营业收入2.68亿元,净利润5,415万,同比增幅分别为129%和76%。上半年,威科电子贡献净利润1700多万,同比增长150%。长沙韶光贡献利润3,680余万,同比增加了55%。军品整体毛利率同比去年下降了14.60个百分点至36.85%,主要是由于合并报表并入中电华星导致营业成本增加,且华星产品的毛利率较低所致。总体来看,公司军工业务呈现稳步增长的态势,一方面来自于原有产品的渗透率不断提升,另一方面公司加强新产品的研发投入和市场拓展。我们认为,公司的军工电子产品属于国防信息化上游核心元器件,并且技术壁垒较高,受益于军队信息化建设加速,未来订单将保持饱满的状态。

化工产品销售均价下行,净利润同比下滑52%。上半年公司化工业务实现营业收入15.22亿元,同比下滑11%;净利润1.00亿元,同比下滑52%。主要受行业景气度下滑以及宏观经济波动影响,公司化工产品销售均价都有不同程度的下滑,同比2018年上半年,烧碱销售均价下滑13.5%,环氧丙烷下滑14.46%,聚醚下滑14.11%,氯化苯下滑22.60%。化工业务整体毛利率同比下降6.38个百分点至18.50%。我们认为,公司化工业务景气度虽有所减弱,但公司持续推行精细化管理、降本增效,一定程度上减缓了行业下行导致的业绩大幅下滑的风险,在环保监管不断严格,供需格局逐渐稳定后,化工业务有望企稳,未来仍是公司最主要的现金流贡献点。

控股股东拟变更为武汉国资委,极大优化公司资本结构。武汉信用集团拟以债务重组的方式入股上市公司,过户完成后武信集团将持有上市公司22.49%的股份,新余昊月剩余股权6.25%,武汉信用集团取得上市公司的实际控制权,实际控制人为武汉国资委。

武汉信用投资集团隶属于武汉国资委,旗下还间接控股另一家上

上市公司大连友谊(000679.SZ)。重组完成后，武信集团将保持现有经营管理团队稳定，新余昊月承诺上市公司2019年、2020年及2021年扣非净利润分别不低于3.5亿元、4亿元及4.5亿元；且经营性现金流不低于2.5亿元、2.9亿元及3.2亿元。若任一年度上市公司经营业绩指标未完成，则武汉信用集团有权终止上述经营合作方案。我们认为，本次武汉国资入主上市公司将极大优化公司资本结构，重组后上市公司变为地方国企控股身份，将充分发挥国有企业的资源和管理优势，为上市公司发展提供产业、资金、人才等全方位的支持，同时武信集团保持现有管理团队稳定也有利于公司继续实行“化工+军工”双主业的发展战略。

继续沿军工电子产业链布局，打造自主可控芯片产业链。公司先后完成长沙韶光、威科电子、中电华星和九强讯盾的外延收购，围绕军工电子产业链深度布局，若本次顺利收购国光电气和思科瑞，公司自主可控芯片产业链将更加完善。

公司本次拟收购的国光电气是“一五”时期苏联重点援建项目，曾作为我国综合性微波电子管厂、国家大型军工骨干企业为国防事业作出了重要的贡献，在行业内具有60余年的技术沉淀。公司的微波真空器件、固态微波器件、特种漆包线等众多产品实现了完整的内配套保障能力，在卫星、雷达、核物理等军工领域应用广泛，其中微波真空器件产品受到行业内的广泛认可。国光电气承诺在2019年~2021年期间各年度实现的合并报表中归属于母公司股东扣非后的净利润数，将分别不低于8000万元、1亿元、1.25亿元。

成都思科瑞主要业务包括军用电子元器件的测试、筛选、监制验收、失效分析、破坏性物理分析(DPA)等，是航空工业集团公司电子元器件可靠性管理中心授权的“北航检验站成都分站”。思科瑞作为军用集成电路检测行业稀缺标的，将与公司现有芯片业务形成良好的协同效应。思科瑞承诺在2019年~2021年期间各年度实现的合并报表中归属于母公司股东扣非后的净利润数，将分别不低于7000万元、8400万元、1.01亿元。

盈利预测和评级。公司化工业务将持续贡献稳定现金流；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2019年~2021年营业收入分别为37.30亿元、38.12亿元、39.91亿元，2019年~2021年归属母公司净利润分别为3.76亿元、4.45亿元、5.33亿元，EPS分别为0.54元、0.65元、0.77元，对应当前股价的PE分别为16倍、14倍和11倍，维持“买入”的投资评级。

风险提示：债务重组失败；收购事宜不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3825	3730	3812	3991
(+/-%)	12.48%	-2.50%	2.20%	4.70%
净利润(百万元)	500.06	376.03	445.45	533.19
(+/-%)	92.83%	-24.80%	18.46%	19.70%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.54	0.65	0.77
市盈率(PE)	62.05	16.28	13.74	11.48

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)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	(140)	129	941	1420	2842	营业收入	3401	3825	3730	3812	3991
应收和预付款项	501	693	103	710	140	营业成本	2634	2840	2912	2966	3068
存货	193	324	71	331	85	营业税金及附加	62	62	62	64	68
其他流动资产	26	52	52	52	52	销售费用	82	103	101	103	108
流动资产合计	5	6	12	12	25	管理费用	290	245	198	172	160
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	2	25	3	(25)	(46)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	38	18	20	20	20
固定资产	14	14	13	9	5	投资收益	5	104	0	0	0
在建工程	1	1	1	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	5	5	5	5	4	营业利润	299	612	434	513	614
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	23	(0)	20	25	30
其他非流动资产	0	0	0	0	0	利润总额	321	612	454	538	644
资产总计	26	35	40	35	43	所得税	55	98	67	80	96
短期借款	0	150	497	0	0	净利润	266	514	386	458	548
应付和预收款项	754	1082	680	1095	707	少数股东损益	7	14	10	12	15
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	259	500	376	445	533
其他负债	0	0	0	0	0						
负债合计	904	1579	680	1095	707	预测指标					
股本	692	690	690	690	690	毛利率	23%	26%	22%	22%	23%
资本公积	1293	772	772	772	772	销售净利率	8%	13%	10%	12%	14%
留存收益	512	960	1294	1690	2165	销售收入增长率	31%	12%	-3%	2%	5%
归母公司股东权益	2497	2422	2757	3153	3627	EBIT 增长率	193%	96%	-28%	12%	17%
少数股东权益	109	43	53	65	80	净利润增长率	131%	93%	-25%	18%	20%
股东权益合计	2605	2465	2810	3218	3707	ROE	10%	21%	14%	14%	15%
负债和股东权益	3509	4044	3490	4313	4414	ROA	7%	12%	11%	10%	12%
						ROIC	11%	20%	13%	22%	26%
现金流量表(百万)						EPS(X)	38%	72%	54%	65%	77%
经营性现金流	478	404	1335	480	1407	PE(X)	2360%	1224%	1628%	1374%	1148%
投资性现金流	(708)	(79)	18	22	26	PB(X)	245%	253%	222%	194%	169%
融资性现金流	105	(168)	(540)	(23)	(11)	PS(X)	180%	160%	164%	161%	153%
现金增加额	(123)	159	813	479	1422	EV/EBITDA(X)	1315%	816%	550%	474%	314%

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。