



中航证券金融研究所
分析师：张超
证券执业证书号：
S0640519070001
研究助理：宋博
证券执业证书号：
S0640118080024

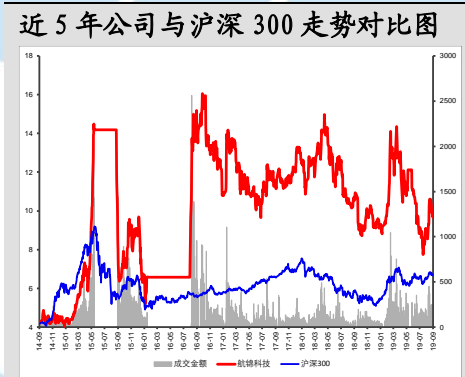
航锦科技（000818）：化工+军工双主业驱动， 外延式发展扩大军工规模

行业分类：化工

2019年9月25日

公司投资评级	持有
当前股价（9.25）	9.73

基础数据（2019.9.25）	
沪深300	3870.98
总股本（亿）	6.90
流通A股（亿）	6.71
流通A股市值（亿）	65.27
每股净资产（元）	3.75
PE	16.10
PB	2.70



资料来源：wind，中航证券金融研究所

投资要点：

● 化工+军工双主业驱动，产业投资助力版图不断延伸

航锦科技早期从事基础化工行业，产品主要有烧碱、环氧丙烷、聚醚、液氯、氯化苯、聚氯乙烯等，广泛应用于钢铁、有色、化纤、医药、聚氨酯、建筑等行业。2017年下半年公司正式进军军工电子领域，以全资子公司长沙韶光和威科电子为主体，布局军用芯片的研发、设计、封装、测试、多芯片集成等核心产业链，构筑公司军用芯片的强大竞争优势。公司不断布局金融板块，全资子公司琢鼎投资专注于投资军工相关领域产业链企业，助力公司产业版图不断延伸。2019H1公司实现营业收入17.90亿（-2.11%），归母净利润1.55亿（-35.88%），扣非后归母净利润1.48亿（-38.59%）。

① **基础化工行业景气度减弱，公司战略布局氢能源产业。**2019H1公司化工板块营业收入15.22亿（-11.07%），归母净利润1.00亿（-52.00%），毛利率18.50%（-6.38pcts）。受到传统化工行业景气度下滑影响，同比2018H1，公司主要化工品销售均价出现下滑，公司第一大产品烧碱同比下降13.5%，聚醚同比下降14.11%，环氧丙烷同比下滑14.46%，氯化苯同比下滑22.60%，折百液碱同比下滑13.51%。我们认为虽然公司化工业务受到行业整体影响出现业绩下滑，但公司持续推行精细化管理、降本增效，同时除了在传统的基础化工板块保持区域龙头优势外，公司积极转型氢能源利用和开发，公司以烧碱副产品氢气为基础，原有氢气充装车间对副产氢气进行干燥提纯后，产品纯度标准达到99.9%，可满足市场上的不同需求，2019年9月11日，航锦科技拟以自有资金3888万元用于新建3000Nm³/h高纯氢气充装站，加快氢能产业布局。一定程度上可减缓化工行业下行导致的业绩大幅下滑风险。

② **切入军工电子，军工业务规模不断扩大。**2019H1公司军工板块营业收入2.68亿（+128.93%），归母净利润5415.00万（+76.00%），毛利率36.85%（-14.60pcts）。公司军工电子业务主体为全资子公司威科电子和长沙韶光。其中威科电子是在单片芯片的基础上，利用LTCC技术做多个芯片的集成，为武器装备配套的混合集成电路应用于机载雷达、舰载雷达、卫星通讯、电子对抗、雷达及末端制导、灵巧武器等，民品主要应用于通信领域、医疗电子、工业控制领域、传感器技术、汽车电子、功率驱动，**2019H1威科电子净利润1865.97万**；长沙韶光具备芯片的研发、设计、封装和测试等核心工艺，主要产品包括反熔丝FPGA、非易失存储器、总线接口电路，研发的国产化SG6931图形处理芯片用于主战装备的显示控制部分，确保我国核心军用装备的芯片能实现自主可控和不会断档，目前已应用于航空航天、兵器等领域，未来有望进一步拓展武器配套应用和民品GPU市场，**2019H1长沙韶光净利润3752.72万**。除威科电子和长沙韶光外，公司间接持有中电华星（51%股权）和九强讯盾（51%股权），中电华星主营模块电源、定制电源、大功率电源及系统，可服务于航天、航空、船舶、铁路、电力和通讯等行业；

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传 真：010-59562637

九强讯盾专注于研发、生产军工及工业类信息安全产品,目前已有加固笔记本电脑、加固平板电脑、自主安全计算板卡、加固磁盘阵列等产品,同时公司接受基于国产化平台(飞腾、联芯)的各类产品的定制化需求。**我们认为公司围绕军工电子产业链深度布局,未来军工电子业务规模将继续扩大。**

● **拟收购国光电气、思科瑞,继续延伸军工电子产业链。**6月3日,公司拟以发行股份及支付现金的方式,购买成都国光电气股份有限公司98.00%股权和成都思科瑞微电子有限公司100%的股权。

国光电气始建于1958年,是“一五”时期国家156项重点建设项目之一,也是我国主要的微波器件研制和生产基地之一,国光电气的主要业务分为军品业务和民品业务,其中军品业务为各类军用微波电真空器件和固态微波器件的研发、生产与销售,公司的产品广泛应用于电子对抗、火控、机载、舰载及气象雷达等领域。民品业务为真空开关及接触器、真空测控设备、设备类产品、封装和民航机载厨房设备的研发、生产与销售。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,1亿元和1.25亿元。

思科瑞的主营业务为向国防军工客户提供电子元器件测试、筛选、破坏性物理分析(DPA)等服务,具备按照GB、GJB、IEC、MIL、SJ、QJ等标准或定制要求为客户提供电子元器件质量及可靠性检测试验、失效分析和环境可靠性试验并出具报告的能力。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的扣非后的净利润数分别不低于人民币7000万元,8400万元和10080万元。

若本次收购完成,公司军工电子业务将覆盖电子元器件筛选测试、集成电路设计、计算机组件、微波组件和电源组件领域,将初步形成一条体系完整、业务协同的军工电子生态链。

● **控股股东拟变更为武汉国资委。**武汉信用集团拟以债务重组的方式入股上市公司,本次权益变动后,武汉信用集团将持有上市公司22.49%的股份,新余昊月剩余股权6.25%,实际控制人变更为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会。武汉信用集团同意债务重组完成后继续保持现有经营管理团队参与上市公司经营管理,新余昊月承诺2019年-2021年扣非净利润分别不低于3.5亿、4亿和4.5亿,且经营性现金流不低于2.5亿、2.9亿和3.2亿。若任一年度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。**我们认为若本次债务重组完成,将优化公司股本结构,公司股东背景变更为地方国资,上市公司有望借助地方国企的资源优势,获得产业、人才、资金等方面的支持,同时武汉信用集团同意保持现有经营管理团队,明确了公司未来“化工+军工”双轮驱动的发展战略。**

● **股权激励提振公司信心。**公司于2018年8月完成了2018年股权激励计划限制性股票授予登记工作,决定向符合资格的348名激励对象授予限制性股票1800万股,授予价格6.20元/股。根据业绩考核安排:第一个解除限售期业绩考核目标为2018年扣非后的净利润不低于4.037亿,可自授予登记完成日起12个月后解锁数量占限制性股票的40%;(根据2018年年报披露,2018年全年完成扣非归母净利润4.10亿,完成业绩考核。)

第二个解除限售期考核目标为2018年和2019年扣非后的净利润累计不低于9.284亿,可自授予登记完成日起24个月后解锁数量占限制股票总数的40%;

第三个解除限售期考核目标为2018年、2019年和2020年扣非后的净利润累计不低于16.106亿,可自授予登记完成日起36个月后解锁数量占限制股票总数的20%。

我们认为公司此次的股票激励计划将提高员工工作积极性,通过建立长期有效的激励制度为公司业绩增长保驾护航。

投资建议

我们认为,虽然公司化工业务受到行业景气度下降的影响,但化工业务为公司提供了稳定的现金流;军工电子业务持续受益于芯片国产化和军工信息化趋势。预计2019-2021年营业收入分别为37.37亿,39.08亿和40.78亿。假设收购国光电气、思科瑞完成,根据公司公告,本次收购案拟以发行股份支付交易对价12.22亿,发行股份1.14亿股,我们考虑发行股份后的股本,进行EPS摊薄测算,2019年-2021年归母净利润分别为5.48亿,6.14亿和6.81亿,摊薄后EPS分别为0.68元,0.76元和0.85元,当前股价分别对应14.27倍,12.75倍和11.50倍PE。

● **风险提示:债务重组存在不确定性;收购事宜不及预期;基础化工品价格下行风险。**

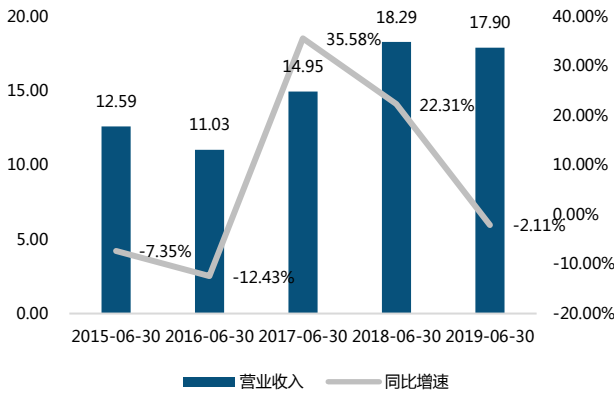


● 盈利预测

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3825.35	3737.37	3907.79	4078.17
增长率(%)	12.48	-2.30	4.56	4.36
收购前归属母公司股东净利润(预测)	503.31	398.21	429.56	454.72
收购资产业绩承诺		150.00	184.00	225.80
合计		548.21	613.56	680.52
发行前股本(亿股)		6.90	6.90	6.90
发行后股本(亿股/考虑发行股份)		8.04	8.04	8.04
每股收益(EPS)/收购前	0.73	0.58	0.62	0.66
每股收益(EPS)/(考虑发行股份)	0.73	0.68	0.76	0.85

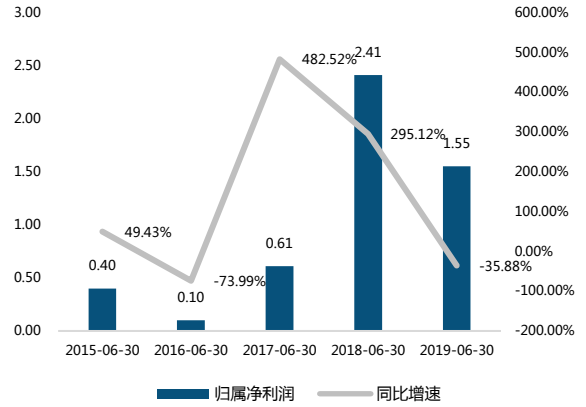
公司主要财务数据

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



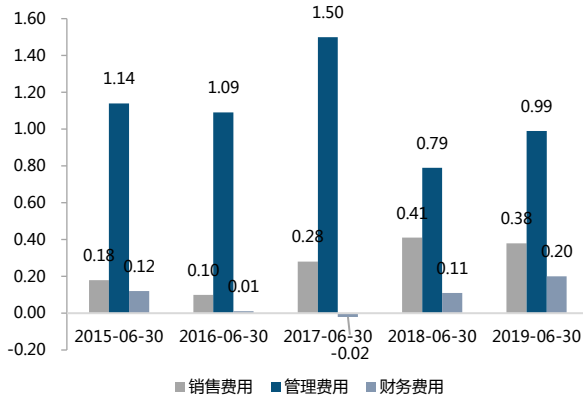
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司净利润及增速 (单位: 亿元; %)



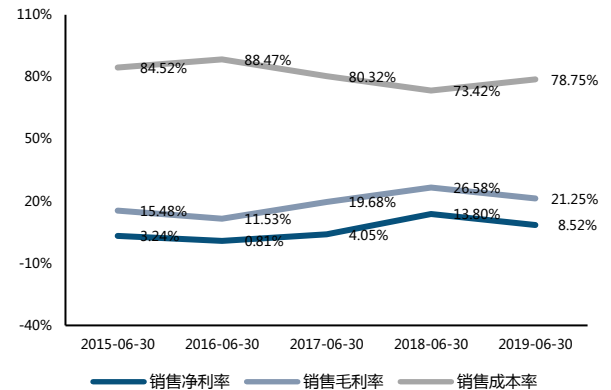
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司营业成本: 三费 (单位: 亿元)



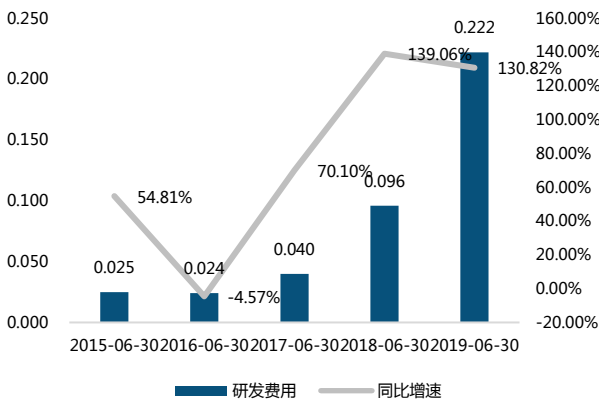
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司毛利率、净利润率及成本率 (单位: %)



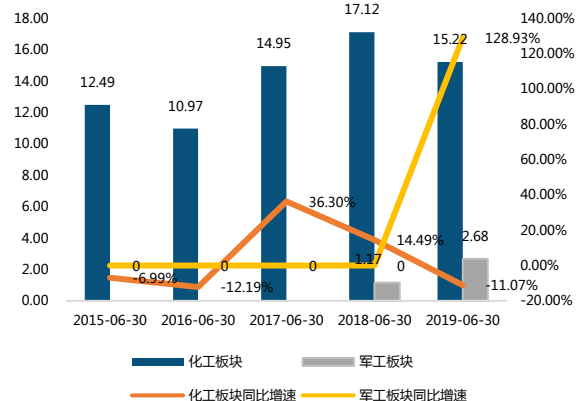
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 5: 公司研发投入情况 (单位: 亿元; %)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 主要业务收入及毛利率 (单位: 亿元; %)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3825.35	3737.37	3907.79	4078.17	净利润	517.02	398.21	429.56	454.72
营业成本	2839.76	2856.84	2950.38	3086.36	折旧与摊销	169.82	398.83	419.29	437.02
营业税金及附加	62.22	62.67	66.87	68.17	财务费用	24.77	1.09	0.69	1.21
销售费用	103.11	77.59	93.72	97.47	资产减值损失	18.32	2.60	2.54	2.57
管理费用	98.03	318.05	333.73	352.76	经营营运资本变动	-117.68	-15.43	48.29	-11.31
财务费用	24.77	1.09	0.69	1.21	其他	-209.53	-34.44	-51.36	-67.77
资产减值损失	18.32	2.60	2.54	2.57	经营性现金流净额	402.72	750.87	849.02	816.45
投资收益	103.97	37.30	48.83	63.37	资本支出	65.05	-375.00	-375.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-143.59	23.20	29.70	47.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-78.54	-351.80	-345.30	47.74
营业利润	616.86	455.82	508.70	533.00	短期借款	347.37	-27.26	-384.04	-86.06
其他非经营损益	-0.20	-8.59	-5.32	-4.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	616.66	447.23	503.37	528.30	股权融资	-410.91	0.00	0.00	0.00
所得税	99.64	49.02	73.81	73.57	支付股利	-55.35	-85.00	-89.66	-87.43
净利润	517.02	398.21	429.56	454.72	其他	-49.14	-8.05	-4.46	-7.47
少数股东损益	13.72	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	-168.04	-120.31	-478.16	-180.97
归属母公司股东净利润	503.31	398.21	429.56	454.72	现金流量净额	156.98	278.76	25.56	683.22
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	281.85	560.60	586.17	1269.39	成长能力				
应收和预付款项	692.80	507.25	599.53	639.96	销售收入增长率	12.48%	-2.30%	4.56%	4.36%
存货	323.82	265.40	285.73	306.34	营业利润增长率	110.66%	-26.11%	11.60%	4.78%
其他流动资产	51.71	50.25	45.06	52.33	净利润增长率	97.17%	-22.98%	7.87%	5.86%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	78.03%	5.46%	8.52%	4.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1380.61	1428.17	1455.27	1089.64	毛利率	25.76%	23.56%	24.50%	24.32%
无形资产和开发支出	1411.06	1351.83	1292.59	1233.36	三费率	5.91%	10.62%	10.96%	11.07%
其他非流动资产	79.77	81.71	88.68	92.15	净利率	13.52%	10.65%	10.99%	11.15%
资产总计	4221.62	4245.21	4353.03	4683.17	ROE	20.97%	14.33%	13.78%	13.05%
短期借款	497.37	470.10	86.06	0.00	ROA	12.25%	9.38%	9.87%	9.71%
应付和预收款项	708.59	651.44	704.91	731.55	ROIC	17.07%	12.68%	13.68%	15.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.21%	22.90%	23.76%	23.82%
其他负债	550.54	345.32	443.82	466.08	营运能力				
负债合计	1756.49	1466.86	1234.79	1197.64	总资产周转率	0.95	0.88	0.91	0.90
股本	690.00	690.00	690.00	690.00	固定资产周转率	2.83	2.95	3.30	3.88
资本公积	884.00	884.00	884.00	884.00	应收账款周转率	11.93	11.51	14.30	12.53
留存收益	959.92	1273.13	1613.03	1980.32	存货周转率	9.90	8.92	9.71	9.54
归属母公司股东权益	2422.32	2735.53	3075.43	3442.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.48%	—	—	—
少数股东权益	42.82	42.82	42.82	42.82	资本结构				
股东权益合计	2465.13	2778.35	3118.25	3485.53	资产负债率	41.61%	34.55%	28.37%	25.57%
负债和股东权益合计	4221.62	4245.21	4353.03	4683.17	带息债务/总负债	28.32%	32.05%	6.97%	0.00%
					流动比率	0.78	0.95	1.24	1.91
					速动比率	0.59	0.77	1.01	1.65
					股利支付率	11.00%	21.34%	20.87%	19.23%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	811.45	855.74	928.68	971.24	每股收益	0.73	0.58	0.62	0.66
PE	13.34	16.86	15.63	14.76	每股净资产	3.57	4.03	4.52	5.05
PB	2.72	2.42	2.15	1.93	每股经营现金	0.584	1.088	1.230	1.183
PS	1.76	1.80	1.72	1.65	每股股利	0.080	0.123	0.130	0.127
EV/EBITDA	8.486	7.673	6.608	5.511					
股息率	0.008	0.013	0.013	0.013					

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

买入: 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。

持有: 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。

卖出: 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使其独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。