



中航证券研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：宋博

证券执业证书号：S0640118080024

分析师：王宏涛

证券执业证书号：S0640520110001

电话：010-59562516

邮箱：wanght@avicsec.com

甘化化工（000576）2020 年年报点评： 发力军工，增长快速

行业分类：国防军工

2021 年 3 月 31 日

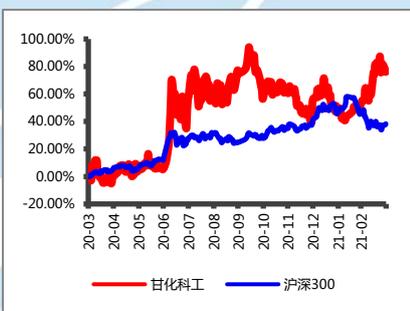
公司投资评级	买入
当前股价(2021.3.31)	11.56

基础数据（2021.3.31）

注：公司资产负债率和 ROE 为 2020 年 12 月 31 日数据

上证指数	3418.33
总股本（亿股）	4.43
流通 A 股（亿股）	4.28
资产负债率	10.63%
ROE（摊薄）	39.64%
PE（TTM）	7.50
PB（LF）	2.99

公司上市以来与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

➤ **事件：**公司 3 月 27 日发布 2020 年年报，2020 年公司实现营收 5.15 亿元（+4.09%），归母净利润 6.78 亿元（+590.73%），扣非后归母净利润 7441.24 万元（+47.61%），毛利率 38.65%（+6.52pcts），净利率 134.04%（+112.18pcts），公司基本每股收益 1.53 元（+595.45%）。

➤ 投资要点：

- **坚定战略转型，集中资源发力军工：**甘化化工原名广东甘化，成立之初，主营业务为要从事 LED 产业、生化产业和糖纸贸易业务。发展过程中，①随着 LED 产业竞争加剧，公司于 2018 年 2 月 11 日挂牌出售子公司德力光电（LED 业务主体），退出 LED 产业；②纸张贸易业务方面，受宏观经济影响，造纸行业正处于去产能、调结构的转型期，呈低位运行态势，国内纸制品消费需求乏力，纸品市场已基本饱和，公司于 2017 年下半年结束了纸张贸易，退出纸张产业；③生化产业方面，由于公司生产所需的蒸汽无法满足，生产成本大幅上升，公司于 2018 年 5 月末停止了生物中心的生产，退出生化产业。公司 2018 年开始坚定转型，在保留食糖贸易业务的基础上，围绕军工、新材料、高端制造逐步发力，①**收购沈阳含能 70% 股权：**公司先后于 2018 年 9 月 13 日作价 1.84 亿收购沈阳含能金属材料有限公司 45% 股权，2019 年 3 月 7 日作价 1.02 亿收购沈阳含能 25% 的股权，合计持有 70% 股权，沈阳含能主要承担各种规格钨合金预制破片的研发及制造，产品主要应用于国防科技领域，可为海、陆、空、火箭、战略支援等多部队装备的弹、箭产品进行配套，在钨合金预制破片领域具有相对稳定的竞争地位，是部分常规炮弹及新型炮弹预制破片的唯一供应商或主要供应商。②**收购四川升华电源：**公司于 2018 年 12 月 6 日作价 6.60 亿收购四川升华电源科技有限公司 100% 股权，升华电源以模块电源系统和定制电源系统两大类产品，服务于机载、舰载、弹载等多种武器平台，主要客户涵盖国内知名军工企业、军工科研院所、军

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

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

工厂等。③**战略投资锆威特半导体**：2020年9月及10月，在以自有资金收购锆威特半导体股权及对其增资后，公司共持有锆威特半导体20.06%股权，锆威特在功率半导体及模拟集成电路设计领域拥有强大的研发团队和丰富的产业资源。开发的SiC功率器件已成功实现产业化，公司所处行业市场规模大，未来发展态势持续向好。通过对锆威特实施战略投资，有望对公司电源板块的技术、研发工作产生积极的协同效应，将加快公司核心器件国产化步伐，有效提升产品竞争力。

公司通过数次剥离和并购后，形成了：①军工电源，②弹药零部件和③食糖贸易三大业务板块的产业格局。

2020年公司实现营收5.15亿元(+4.09%)，归母净利润6.78亿元(+590.73%)，扣非后归母净利润7441.24万元(+47.61%)，公司归母净利润高于营收主要系公司完成248亩“三旧”改造土地的挂牌出让工作，产生非经常性收益所致。

财务数据拆分：①军工电源保持较快增长，毛利率持续高企：2020年电源及相关产品依托全资子公司升华电源，板块营收1.61亿(+38.49%)，占比31.18%，净利润6861.99万，军工电源产品毛利率84.03%(+3.76pcts)，电源业务盈利能力持续保持较高水平；**②弹药零部件业务收入小幅下滑，毛利率持续提升**：2020年公司钨合金预制破片业务依托子公司沈阳含能，板块营收1.17亿(-2.38%)，占比22.82%，毛利率48.73%(+5.10pcts)；**③制糖产品业务受行业周期影响盈利空间承压**：2020年传统主业制糖产品收入2.28亿(-5.63%)，占比44.29%，毛利率0.14%(-1.56pcts)，受糖业的周期性波动影响，糖厂盈利空间承压。

- **费用端快速提升，研发力度加大**：公司2020年管理费用5971.59万(+32.87%)，主要系本年加大客户开拓力度，销售业务增加，业务费随之增加；销售费用2464.69万(+147.69%)，主要系员工薪酬提升及存根报废；财务费用952.26万(-14.16%)，主要系归还银行借款；2020年，公司根据产业转型战略目标，为提高军工业务核心竞争力，加大了在军工电源和弹药零部件的研发投入，2020年研发投入3216.11万(+51.60%)，公司研发人员数量90人(+32.68%)，研发投入占比6.25%(+1.97pcts)。
- **军工主体业绩承诺顺利完成**：**①升华电源**：根据业绩对赌协议，升华电源2018年实现的净利润不低于4000万元，2018年、2019年累计实现的净利润不低于9000万元，2018年、2019年和2020年累计实现的净利润不低于15000万元。从实际完成情况来看，升华电源2018年度、2019年度、2020年度实现归属于母公司股东的净利润分别为-2650.40万元、5147.75万元和7212.32万元，升华电源归属于母公司股东的扣除非经常性损益且剔除《标的资产业绩承诺补偿协议》所规定的研发公司一定金额的亏损的影响后的净利润分别4327.47万元、5226.27万元和7001.53万元，累计已完成了业绩承诺。**②沈阳含能**：根据业绩对赌协议，沈阳含能2018-2020年扣非后归母净利润分别为2800万元、3200万元和4000万元，从实际完成情况来看，2018-2020年实现净利润2874.72万元，3340.43万元和4091.12万元，累计已完成业绩承诺。

- ①**军工电源业务**：受益航空、舰船、雷达、导弹等武器系统型号增加，国产化力度提升，军工电源领域需求巨大

公司军工电源业务依托子公司升华电源，升华电源两大业务领域产品结构分为两大类：①模块电源（通用模块电源、特殊应用模块电源、大功率模块电源）和②定制电源系统（AD-DC 电源、DC-DC 电源、电源系统），升华电源产品主要用于飞机、导弹、舰船等武器装备，产品特点“小批量，定制化，多批次”。电源行业在航空、航天及军工领域中的应用处于较快发展阶段，航空航天及军工领域对于电源产品的要求更加严格，产品技术含量、附加值比其他行业高，因此，吸引了很多国外电源供应商。但是，目前高端市场主要被如美国的 VICOR 和 Interpoint 等电源产品所占据，其在军事领域有着广泛的应用。在军工信息化和国产化背景下，若中国的电源企业如果能够提供更高质量的电源产品替代国外产品，将会减轻我国军工产品对于国外厂商的依赖，在有利于保障国防安全的同时增强军工企业自身的盈利能力。我们认为，升华电源自成立以来，一直致力于高效率、高可靠性、高功率密度电源产品的研发、生产和销售，已经建成了可靠性高、质量稳定、技术先进、应用范围广泛、规格品种较为齐全、高效率、宽范围、多路输出的电源产品线，具备一定的进口替代能力。

- ②**弹药零部件业务（钨合金预制破片）**：导弹“消耗”属性，产业链步入井喷

沈阳含能主要承担各种规格钨合金预制破片的研发及制造，产品系列涵盖钨柱、钨环、钨球等，特性为高密度、抗拉强度大、弹性模量高、热膨胀系数低以及良好的导热性、导电性等，主要应用于国防科技领域，为海、陆、空、火箭、战略支援等多部队装备的炮弹、火箭弹及导弹产品进行配套。**从需求看**：具体到我国导弹市场，其需求主要受国防需求及军贸出口需求影响，**国防需求方面**，在军队全面加强练兵备战工作，加大实战化演习的背景下，导弹作为现代化军队不可或缺的消耗性武器装备，其需求有望伴随我国装备费用的稳定增长而保持稳定且持续的增长。**军贸出口需求方面**，导弹武器由于具有不同于一般进攻性武器的突出特点，包括威力大、射程远、精度高，因此一直是国际军贸市场中的重要组成部分，伴随着国际局势不确定因素的增加，未来全球军贸市场交易得到进一步提高与巩固，全球导弹交易市场热度也将有望再次恢复。我们认为公司弹药零部件受益军队备战，导弹、炮弹大量消耗，有望跟随导弹需求激增快速增长，呈现景气度抬升。

- **投资建议**

我们认为，公司 2018 年来围绕军工、新材料、高端制造领域，坚定转型，目前公司产业发展逻辑较为清晰，军工业务收入占比持续提升，军工电源（受益我国武器装备型号配套国产化率提升），弹药零部件（受益军队练兵备战，炮弹、导弹“消耗品”属性驱动）。同时，公司于 2021 年 3 月 15 日发布限制性股票激励计划，本激励计划拟授予的限制性股票数量为 442.8613 万股，约占本激励计划公

告时公司股本总额 4.43 亿股的 1%，首次授予限制性股票的授予价格为 5.43 元/股。本激励计划首次授予的激励对象不超过 58 人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干。根据股权激励解锁限售期条件，公司 2021-2023 年三个会计年度每年考核一次，以 2020 年主营业务收入为基数，2021 年主营业务收入增长率不低于 10%；以 2020 年主营业务收入为基数，2022 年主营业务收入增长率不低于 25%；以 2020 年主营业务收入为基数，2023 年主营业务收入增长率不低于 50%，我们认为公司推行股权激励，一方面是基于对公司未来几年业务稳健发展的信心，另一方面，可进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益绑定，谋求长远发展。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 5.94 亿元、6.87 亿元和 8.00 亿元，归母净利润分别为 1.17 亿元、1.37 亿元及 1.65 亿元，EPS 分别为 0.26 元、0.31 元、0.37 元，当前股价分别对应 44.46 倍、37.29 倍及 31.24 倍 PE。

- **风险提示：**公司下游炮弹、导弹客户订单不及预期，军工电源国产化替代不及预期，公司下游客户集中度较高的风险。

盈利预测：

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	514.78	594.57	687.09	800.12
增长率	4.09%	15.50%	15.56%	16.45%
归属母公司股东净利润	678.14	116.53	137.28	165.09
增长率	590.73%	-82.82%	17.81%	20.25%
每股收益 (EPS)	1.53	0.26	0.31	0.37

数据来源: wind, 中航证券研究所; 注: 2021 年公司归母净利润大幅下滑主要是公司 2020 年出让土地 (非经常性损益) 导致 2020 年归母净利润基数较大



◆ 公司主要财务数据
图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元; %)

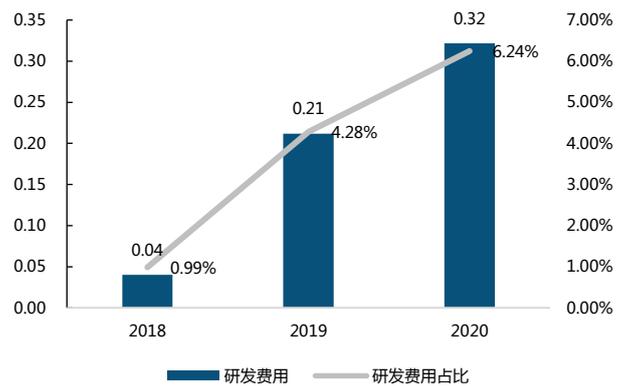

资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 3: 公司年报三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所, 注: 2016-2020 管理费用均含研发费用

图 4: 公司年报研发投入及其占营收比例 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所



利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	514.78	594.57	687.09	800.12
营业成本	315.80	336.83	389.31	461.35
营业税金及附加	2.35	3.03	3.64	4.16
销售费用	24.65	10.58	12.23	14.24
管理费用	59.72	62.43	71.05	76.49
财务费用	9.52	3.36	2.57	-1.21
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	4.48	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	-23.46	-15.05	-17.85	-16.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	886.08	163.51	190.69	228.84
其他非经营损益	1.64	-0.36	0.31	0.08
利润总额	887.72	163.14	190.99	228.92
所得税	197.72	39.97	46.79	56.09
净利润	690.00	123.17	144.20	172.83
少数股东损益	11.86	6.64	6.92	7.75
归属母公司股东净利润	678.14	116.53	137.28	165.09
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	461.54	627.46	580.24	705.80
应收和预付款项	196.22	314.18	353.94	419.83
存货	81.90	73.13	91.03	113.84
其他流动资产	238.50	228.23	240.85	246.43
长期股权投资	128.61	128.61	128.61	128.61
投资性房地产	23.26	24.63	24.60	24.39
固定资产和在建工程	30.85	30.58	29.84	28.64
无形资产和开发支出	721.39	720.77	720.15	719.53
其他非流动资产	61.02	58.00	55.26	52.82
资产总计	1943.28	2205.57	2224.52	2439.90
短期借款	0.00	145.00	0.00	0.00
应付和预收款项	66.99	151.46	177.86	210.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	139.67	53.09	46.43	56.72
负债合计	206.66	349.55	224.30	266.84
股本	442.86	442.86	442.86	442.86
资本公积	760.36	760.36	760.36	760.36
留存收益	598.74	715.27	852.55	1017.64
归属母公司股东权益	1710.80	1823.57	1960.85	2125.93
少数股东权益	25.82	32.46	39.38	47.13
股东权益合计	1736.62	1856.03	2000.23	2173.06
负债和股东权益合计	1943.28	2205.57	2224.52	2439.90
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	-0.16	156.44	118.93	142.38
投资活动现金流净额	522.84	-16.21	-18.59	-18.03
筹资活动现金流净额	-201.66	25.68	-147.57	1.21

数据来源: WIND, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

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

宋博, SAC 执业证书号: S0640118080024, 北京航空航天大学金融硕士, 中航证券研究所军工行业分析师。

王宏涛, SAC 执业证书号: S0640520110001, 航天二院博士, 中航证券研究所军工行业分析师。

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。