

# 航锦科技 (000818)

证券研究报告

2020年03月20日

## 手握半导体与北斗核心资产，聚焦 5G/星网发展机遇

电子板块净利润贡献超 50%，成功实现战略转型

航锦科技于 1997 年在深交所上市，现有业务覆盖两大板块：(1) 电子板块：2017 年下半年成功收购长沙韶光与威科电子，目前围绕高端芯片与通信两大领域，产品覆盖 GPU/FPGA/存储芯片/总线接口芯片、北斗 3 芯片、通信射频三个方向。(2) 化工板块：公司的传统业务，主要产品包括烧碱、液氯、氯化苯、环氧丙烷、聚醚及聚氯乙烯等，主要销售对象包括化纤、医药、聚氨酯、建筑等下游产品生产企业。

据 2019 年业绩快报，芯片业务净利润贡献达 1.81 亿元，占比 57%，已经成为公司第一大净利润来源，公司成功实现战略转型。2019 年公司进一步拓展军民两用芯片发展领域，基于公司的研发技术储备和产业协同发展规划，将重点放在 GPU/FPGA、北斗导航芯片产业链、5G 通信射频等三大芯片领域进行横向布局。

以长沙韶光和威科电子为平台，打造高端芯片/通信产业双核心产业布局

公司电子板块主要围绕高端芯片与通信产业两大领域产品，其中高端芯片领域主要通过长沙韶光来开展：(1) 其 GPU 产品现已实现国产高可靠信息装备供货，2019 年 12 月 20 日韶光自主研发的第二代改进型图形处理芯片收到来自湖南胜云光电的首笔采购金额为 5980 万元的订单；(2) 其 SGXXXX 型号 FPGA 芯片为 8000 门一次可编程逻辑器件，具有较高可靠性，能够实现航空航天武器装备中数据存储和程序存储，2019 年 12 月 26 日韶光的 FPGA 芯片收到来自中国 X 集团 A 研究所 2832.5 万元的订单；(3) 通过两次股权受让持有武汉导航院 27.66% 股权，截止目前，武汉导航院已成功研制北斗 3 基带射频一体化芯片。

通信产业主要通过威科电子来开展，该子公司具备厚膜混合集成电路领域 LTCC-MCM 生产工艺技术，水平先进、一致性高，在航天航空、兵器装备等军工领域拥有丰富的销售渠道和良好的业界口碑。2019 年 11 月公司新设控股孙公司威科射频，于 2020 年 2 月控股泓林微，开始从事高端射频材料、无线射频核心模组、器件和基站天线等，未来公司在高频射频领域的协同效应将进一步增强。

**盈利预测与评级：**公司电子板块已成为第一大净利润来源，董事长发布增持报告彰显信心。虽然 2019 年业绩预告中净利润略有下降，但主要是由化工板块业绩下滑所致，预计化工品价格望回升，军工板块有望持续成长，2019-2021 年营收增速为-1.08%/14.46%/14.57%，营收为 37.84/43.31/49.63 亿元，归母净利润为 3.17/4.18/5.17 亿元，EPS 为 0.46/0.61/0.75 元，PE 为 50.58/38.33/31.0x，采用可比估值法，2020 年可比公司 PE 均值为 50.67x，目标价 0.61\*50.67=30.91 元，维持买入评级。

**风险提示：**化工品价格下行风险，民用芯片产品需求偏低，军品交付递延。

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	3,784.16	4,331.47	4,962.67
增长率(%)	30.52	12.48	(1.08)	14.46	14.57
EBITDA(百万元)	457.08	817.15	473.20	597.56	716.95
净利润(百万元)	255.54	503.31	316.97	418.29	517.14
增长率(%)	128.01	96.96	(37.02)	31.97	23.63
EPS(元/股)	0.37	0.73	0.46	0.61	0.75
市盈率(P/E)	62.74	31.86	50.58	38.33	31.00
市净率(P/B)	6.42	6.62	5.75	5.14	4.53
市销率(P/S)	4.71	4.19	4.24	3.70	3.23
EV/EBITDA	19.75	8.01	32.94	25.61	20.43

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	23.24 元
目标价格	30.91 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	689.89
流通 A 股股本(百万股)	676.47
A 股总市值(百万元)	16,033.04
流通 A 股市值(百万元)	15,721.22
每股净资产(元)	3.72
资产负债率(%)	38.23
一年内最高/最低(元)	36.90/7.50

### 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	
李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
许利天	联系人
xulitian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

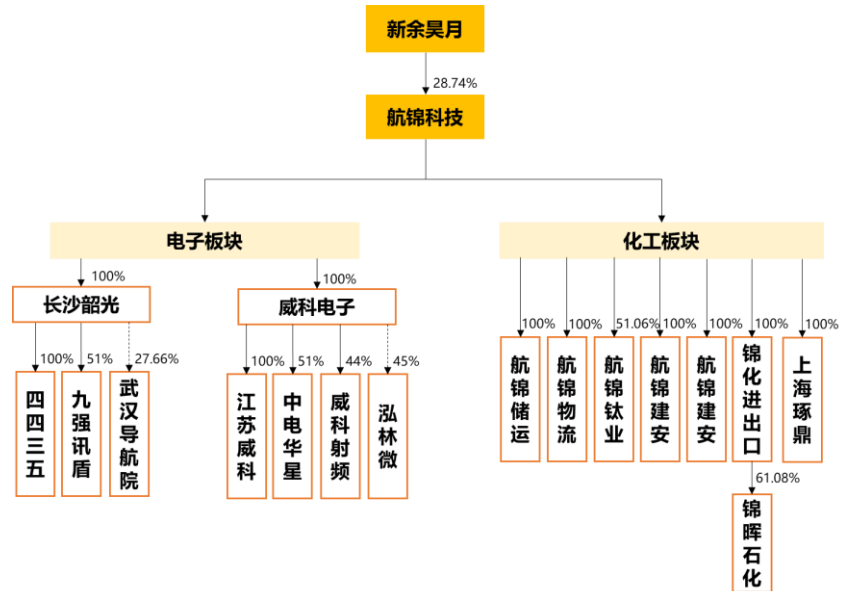
- 《航锦科技-公司点评:全年业绩预告发布，化工板块受行业周期影响，军工业绩中高速增长》2019-12-17
- 《航锦科技-公司点评:收购国光电气和思科瑞，持续布局军工电子产业链》2019-07-05
- 《航锦科技-公司点评:股权激励计划望实现长效激励，未来三年业绩增长可期》2018-08-01



## 1. 电子板块净利润贡献超 50%，成功实现战略转型

航锦科技于 1997 年在深交所上市，现有业务覆盖两大板块：（1）**电子板块**：2017 年下半年成功收购长沙韶光与威科电子，目前围绕高端芯片与通信两行业，产品覆盖 GPU/FPGA/存储芯片/总线接口芯片、北斗 3 芯片、通信射频三个方向。（2）**化工板块**：公司的传统业务，主要产品包括烧碱、液氯、氯化苯、环氧丙烷、聚醚及聚氯乙烯等，主要销售对象包括化纤、医药、聚氨酯、建筑等下游产品生产企业。

图 1：航锦科技及其旗下参控股公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

通过收购长沙韶光与威科电子，公司切入电子领域并积极拓展电子业务，逐渐形成了以电子为主、化工为辅的产业格局，基本实现了产业转型。近年来公司在电子领域的重要收购如下表所示：

表 1：2017 年以来公司在电子领域的收并购情况

时间	收并购情况
2017 年 10 月	公司收购长沙韶光与威科电子切入电子领域，涉及 GPU、FPGA、存储芯片、总线接口芯片等产品
2018 年 9 月	长沙韶光收购九强讯盾 51% 股权，涉及加固计算机、终端等产品
2018 年 12 月	威科电子收购中电华星 51% 股权，涉及电源模块产品
2019 年 11 月	威科电子新设威科射频，控股 44%，涉及高频材料等产品
2020 年 1/2 月	长沙韶光累计入股武汉导航院 27.66% 股权，涉及北斗 3 基带射频一体化芯片等产品
2020 年 2 月	威科电子收购控股泓林微 44% 股权，涉及天线、射频器件、毫米波模块 (SiP/AiP) 等产品

资料来源：公司历年公告，天风证券研究所

2019 年，公司进一步拓展军民两用的芯片发展领域，基于公司的研发技术储备和产业协同发展规划，公司重点在 GPU/FPGA、北斗导航芯片产业链、5G 通信射频等三大芯片领域进行横向布局。

表 2：公司在 GPU/FPGA、北斗导航芯片产业链、5G 通信射频等布局

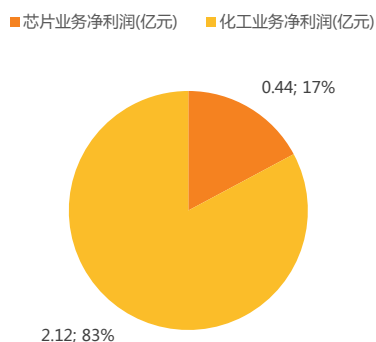
业务主体	参控关系	参控比例	重点产品	应用领域	19 年销售收入(万元)	19 年净利润(万元)	备注
长沙韶光	控股	100%	图形处理芯片、现场可编程电路、总线接口芯片、存储器芯片	航空、航天、兵器、船舶等领域	33,232.68	12,400.70	GPU/FPGA 领域
武汉导航院	参股	27.66%	芯片、模组及板卡、智能终端和提供解决方案	导航、定位、测绘	3,900.60	(742.20)	北斗产业链领域
威科电子	控股	100.0%	厚膜集成电路、高性能模块	航空、航天、兵器、船舶等领域；汽车电子；通讯领域	10,207.22 (母公司单体)	3,813.42 (母公司单体)	
江苏威科	控股	100%	厚膜集成电路、高性能模块	航空、航天、兵器、船舶等领域；汽车电子；通讯领域	1,510.84	711.32	5G 通信射频领域
威科射频	控股	44%	高端射频器件和无线通讯领域精密电子互联产品	5G 通讯、物联网、军事雷达	0.00	(15.00)	

资料来源：公司 2 月 5 日公告《关于对深交所公司部[2020]第 18 号关注函的回函》，天风证券研究所

注：19 年销售收入与净利润均为未经审计数据

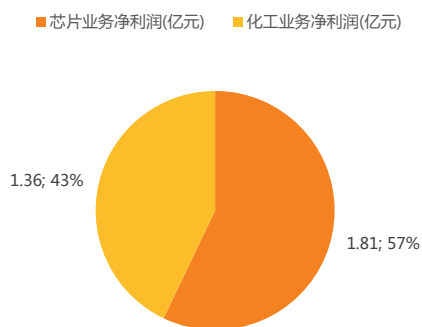
**电子业务净利润占比超 50%，成为第一大净利润贡献来源。**2017 年公司通过收购长沙韶光、威科电子切入电子领域，2017-2019 三年间，电子业务的营收与净利润占比不断提升，产业转型初步完成。据 2019 年业绩快报，电子业务净利润 1.81 亿元，占比为 57%，同比+55%；化工业务净利润为 1.36 亿元，占比为 43%，同比-55%。

图 2：2017 年公司净利润结构：芯片净利润占比 17%



资料来源：公司 2 月 5 日公告，天风证券研究所

图 3：2019 年公司净利润结构：芯片净利润占比 57%



资料来源：公司 2 月 5 日公告，天风证券研究所

**股权激励激发员工活力，彰显未来发展信心。**2018 年 8 月公司以 6.2 元/股授予价向 348 名激励对象授予 1800 万股限制性股票，业绩考核目标为 2018-2020 年三年净利润累计不低于 16.106 亿元，具体业绩考核目标与解禁安排如下：

表 3：2018 年限制性股票激励计划

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2018 年净利润不低于 4.037 亿元人民币
第二个解除限售期	2018 年、2019 年净利润累计不低于 9.284 亿元
第三个解除限售期	2018 年、2019 年、2020 年净利润累计不低于 16.106 亿元

资料来源：公司 2018 年 8 月 17 日公告，天风证券研究所

## 2. 打造以芯片为核心的产业布局，拓展军民两用市场

公司电子板块主要围绕高端芯片与通信产业两大领域产品，其中：（1）**高端芯片**：包括 GPU（图形显示处理芯片）、FPGA（可编程逻辑电路）、存储芯片、总线接口芯片以及北斗 3 基带射频一体化芯片。（2）**通信产业**：包括厚膜集成电路、射频材料、射频器件、电源模块等。

### 2.1. 高端芯片：GPU/FPGA/存储芯片/总线接口/北斗 3 基带射频一体化

#### 2.1.1. 长沙韶光 GPU：以军用图形显控为基础，发挥自主化优势

GPU（Graphics Processing Unit，图形处理器）又被称为显示芯片，是显卡的核心，主要承担图像处理、输出显示的任务，并辅助 CPU 工作以提高整体运行速度，多用于个人电脑、游戏主机及移动设备（智能手机、平板电脑、VR 设备）。

在军用方面，图形显控在航电显控系统中具有重要地位。航电系统全称“综合航空电子系统”，承担飞机核心数据处理、信号传输、信号功能逻辑转换等重要功能。航电显控系统系统是航电系统的核心，是主要的人机交互接口，为保证飞机的作战效能、减轻飞行员的工作负担，航电显控系统须拥有强大的计算能力、综合处理能力、信息反馈能力，以及友好高效的人机交互界面。

公司现已实现 GPU 芯片的国产高可靠信息装备供货。据公司公告，2019 年 9 月 16 日公司与湖南胜云光电科技有限公司签署了《战略合作协议》，成立“航锦-胜云联合实验室”；9 月 17 日公告，公司与长沙先进技术研究院、湖南胜云光电科技有限公司等共计十四家单位合作共同设立“高可靠信息装备创新应用中心”，发挥合作单位在各细分领域的专长；12 月 20 日，长沙韶光自主研发的第二代改进型图形处理芯片收到来自湖南胜云光电科技有限公司的首笔采购金额为 5980 万元的订单，该订单标志着双方在国产高可靠信息装备领域进入实质性阶段，为公司下一步长期在安全可靠装备产业的发展奠定了基础。

#### 2.1.2. 长沙韶光 FPGA：集中优势资源发展业务，19 年底收到某集团研究所 0.3 亿订单

FPGA（Field-Programmable Gate Array）也称为现场可编程门阵列，是在硅片上预先设计实现的、具有可编程特性的集成电路，能够按照设计人员的需求配置为指定的电路结构，让客户不必依赖由芯片制造商设计和制造的 ASIC 芯片。FPGA 芯片可广泛应用在原型验证、通信、汽车电子、工业控制、航空航天、数据中心等领域，在军用领域中，FPGA 在电子、通信、导弹、雷达、声纳高端波束形成系统等军事领域应用广泛。

FPGA 作为长沙韶光三大主打产品之一，具有一次编程后不可逆、稳定性高、抗辐射强的特点，主要用于航天、军工等可靠性要求较高的场景，包括机载计算机、飞行控制器、空间应用型号的电子系统等方面。据公司 2019 年 12 月公告显示，12 月 26 日长沙韶光自主研发的现场可编程逻辑门阵列（FPGA）芯片收到来自中国 X 集团 A 研究所采购金额为 2832.5 万元的订单。

#### 2.1.3. 长沙韶光-持股北斗导航院：北斗 3 基带射频一体化卫星导航高性能 SoC 芯片

2020 年 1 月长沙韶光入股武汉导航院，2 月 28 日公司公告，拟通过第二次股权受让继续收购武汉导航院股权，完成后公司持股导航院的比例将为 27.66%。武汉导航院主要产品包括四大类：基带射频一体化芯片、模组及板卡、智能终端、解决方案；其主导完成了相关北斗标准的起草、修订和完善，在北斗 3 导航相关芯片的研发、设计、推广方面具有独特的技术门槛和先发优势。

武汉导航院研制的北斗 3 基带射频一体化芯片，是以北斗 3 为核心、兼容 GPS 等其他卫星系统的多系统多频率卫星导航高性能 SoC 芯片，可实现复杂条件、高标准要求下的定位、授时、监测和管控等技术，可摆脱对固定的定位基站的依赖，并降低成本。目前，该款基带射频一体化 SoC 芯片已完成设计、验证和仿真，批量化流片后将为北斗 3 导航通讯产业链提供核心基础器件，也将为导航院带来业务发展机会。



## 2.2. 通信产业：高性能模块/射频材料/射频器件等

### 2.2.1. 威科电子：手握厚膜混合集成电路领域 LTCC-MCM 生产工艺技术

LTCC 生产工艺技术，也称为低温共烧陶瓷技术<sup>1</sup>（Low Temperature Co-fired Ceramic），可实现高密度电路互联，易于内埋置无源器件。由于 LTCC 多层布线基板可以实现裸芯片直接组装，允许芯片之间靠得更近、互联线变短，既缩小了封装尺寸又缩短了信号延迟，同时解决了串扰噪声、杂散电感、杂散电容耦合以及电磁辐射干扰等问题，因此 LTCC 正成为满足 5G 时代基站、终端设备射频前端更高的集成度、更低传输损耗的重要工艺路径之一，可广泛应用于消费电子、通信、汽车电子、军工、5G、卫星等领域。

多芯片组件（Multi-Chip Module）是对集成电路的二次集成，将多片单个集成电路集合在一起形成组件，既可以实现复杂系统的集成以达到高性能的要求，又可以最大限度的实现集成化，减少系统的尺寸。LTCC-MCM 是通过低温共烧陶瓷技术制作的多芯片组件，具有优良的高频特性与可靠性。威科电子具有厚膜混合集成电路领域 LTCC-MCM 生产工艺技术，具有武器装备科研生产三级保密资格。公司掌握标准厚膜工艺、LTCC 基板、ALN 基板、印刷电路板、SMT、金丝/铝丝键合等多项先进技术工艺。

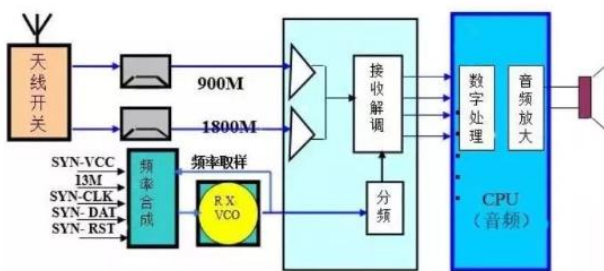
### 2.2.2. 威科电子-射频扩展：威科射频+泓林微，形成射频高频材料/器件的通讯产业链

射频器件是无线通讯设备的基础性零部件，在无线通讯中扮演者两个重要的角色：

- 在发射信号的过程中，将二进制数字信号转换成高频率的无线电波信号；
- 在接收信号的过程中，将收到的电磁波信号转换成二进制数字信号。

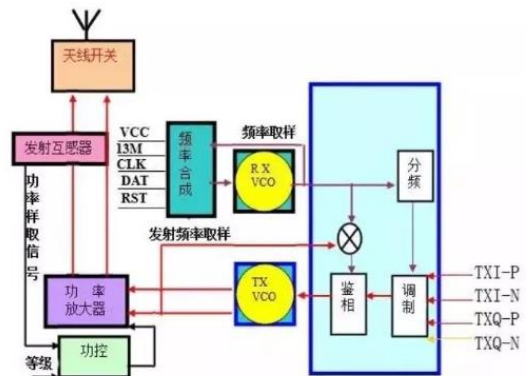
以手机这一最为常见的无线通讯设备为例，手机射频模块主要负责高频无线电波的接收、发射和处理，该模块由天线、射频前端和射频芯片构成，其中射频前端主要包括射频开关、滤波器、双工器、功放（PA，Power Amplifier）、低噪放（LNA，Low Noise Amplifier）等期间构成<sup>2</sup>。

图 4：射频电路的接收电路工作原理



资料来源：电子发烧友网，天风证券研究所

图 5：射频电路的发射电路工作原理



资料来源：电子发烧友网，天风证券研究所

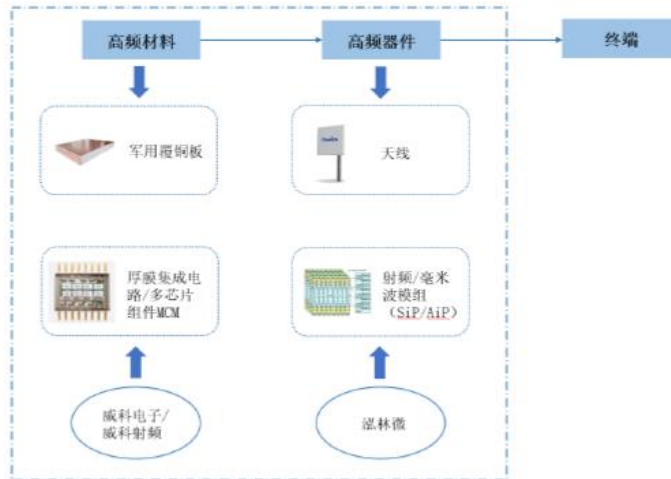
射频前端市场空间较大。根据 QYR Electronics Research Center 的统计，从 2010 年至 2018 年全球射频前端市场规模以每年约 13% 的速度增长，2018 年达 149.10 亿美元，未来将以 13% 以上的增长率持续高速增长，2020 年接近 190 亿美元。

威科电子旗下威科射频（孙公司）相关产品面向多个下游领域，包括 5G 通讯基站、无人机、物联网、军事雷达、北斗系统、L4 级及以上级别无人驾驶毫米波雷达，智慧城市、毫米波基太赫兹通信等。2019 年 11 月公司新设控股孙公司威科射频，并于 2020 年 2 月控股泓林微。通过内部产业协同，公司将形成集高频材料和射频器件研发与设计的高频通讯产业链，提高公司在 5G 通讯、卫星通讯领域核心器件的竞争实力。

<sup>1</sup> 此处引用出自：秦跃利、刘志辉、王春富、李彦睿、肖晖在《电子工艺技术》2014 年 02 期发表的文章《LTCC-D 高密度微波集成工艺技术研究》

<sup>2</sup> 此处引用出自：中国联通网络技术研究院在《邮电设计技术》2017 年 09 期发表的文章《终端射频前端架构浅析》

图 6：威科电子在射频领域的扩展：高频材料&高频器件



资料来源：公司公告，天风证券研究所

(1) 威科射频主要从事高端射频材料、射频器件和无线通讯领域精密电子互连产品的研发、生产和销售，主要为华为、中兴、爱立信、诺基亚等无线通讯设备终端客户供货。

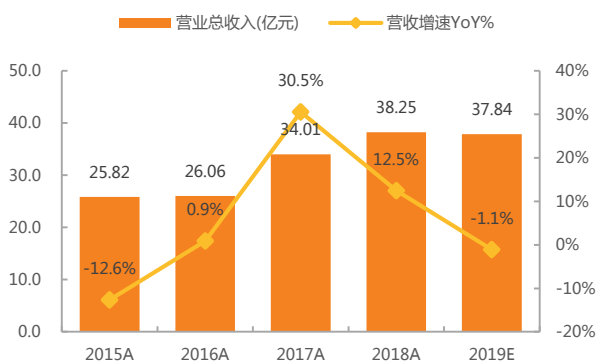
(2) 泓林微是国内技术领先的基站天线及射频器件供应商，主营产品包括无线射频核心模组、器件和基站天线，在射频芯片的建模和仿真、毫米波通讯用射频器件的 (SiP/AiP) 系统级封装与测试等领域已具备成熟的技术，产品具有较强的扩展和延伸能力。目前，泓林微是华为二级供应商，并在为升级成为华为一级供应商做相应的部署。

未来公司在高频射频领域的协同效应将进一步增强：由威科射频提供高频材料，泓林微进行芯片设计、功能应用开发和 SiP 封装设计，威科电子形成封装测试和最终产品销售。此外，泓林微研发团队在微波通讯、射频领域具备研发实力，并可提供天线产品，可为长沙韶光旗下的武汉导航院开发卫星通讯、星空互联网的相关产品提供天线和技术支持，可以提高公司在星空互联网领域的产业协同效应。

### 3. 公司近年来业绩整体增长，董事长增持彰显对公司前景信心

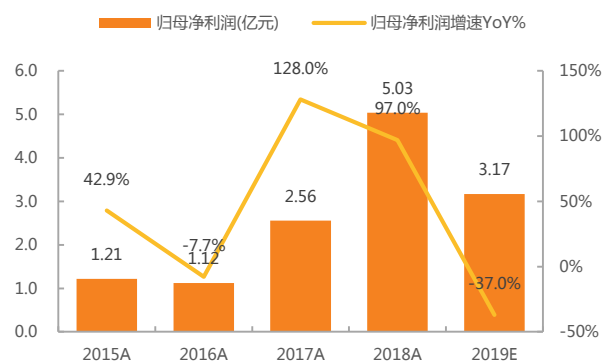
2015-2018 年公司营收与净利润整体呈现出较好增长，2019 年略有波动：营收从 2015 年的 25.82 亿元增长至 2018 年的 38.25 亿元，归母净利润从 1.21 亿元增长至 2018 年的 5.03 亿元。2019 年公司业绩快报已发布，预计 2019 全年营收 37.84 亿元，同比-1.08%，归母净利润 3.17 亿元，同比-37.02%。

图 7：2015-2019E 公司营收及其增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2015-2019E 公司归母净利润及其增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 年公司业绩变动的的原因包括：

- 按公司经营板块划分，化工板块实现净利润约 13,600 万元，同比下滑 55%；集成电路板块实现净利润约 18,100 万元，同比增长 55%。
- 子公司长沙韶光向客户供应的 FPGA 芯片、自主化的图形处理芯片(GPU)等芯片销量同比增幅较大，子公司威科电子的新能源汽车用电子模块、5G 通讯用电子模块和某军用模块实现批量化供应，同时长沙韶光和威科电子大力拓广民用芯片市场，为公司发展打开更大的空间。
- **化工产品平均售价周期性下滑。**受宏观经济的周期性波动影响，公司主要化工品销售价格有所下降。针对基础化工产品价格周期性波动特征，2019 年公司投资了氢气充装站、废渣再利用项目，有利于减弱未来化工产品周期性波动对公司业绩的不利影响。
- **2018 年同期，因处置可供出售金融资产获得非经营性税后利润约 8,200 万元，本年度未有相关事项。**

2 月 3 日公司发布《关于公司董事长拟增持公司股份的公告》，董事长蔡卫东先生计划在未来 6 个月内通过二级市场集中竞价交易增持公司股份。截至 2 月 3 日，董事长蔡卫东先生累计持有公司 999.7668 万股股票，占公司总股本的 1.45%——其中直接持有公司股份 220 万股，占公司总股本的 0.32%；通过杭州万城投资合伙企业（有限合伙）间接持有公司股份 779.7668 万股，占公司总股本的 1.13%。

基于对公司未来发展前景的信心和对公司价值的认可，蔡卫东先生拟于 2020 年 2 月 3 日至 8 月 3 日期间，以自有或自筹基金，通过二级市场集中竞价交易方式增持公司股份，计划增持金额上限为 0.5 亿元，下限为 0.3 亿元（注：公告披露前 6 个月，蔡卫东先生及其一致行动人未减持公司股票）。截至 2 月 28 日，蔡卫东先生已通过二级市场集中竞价交易累计增持 69.7 万股，占公司总股本的 0.101%，累计增持金额 1786.16 万元。本次增持后，蔡卫东先生直接持有公司股份 252 万股，占公司总股本的 0.365%，通过杭州万城投资合伙企业（有限合伙）间接持有公司股份 817.4668 万股，占公司总股本的 1.185%，累计持有公司股票 1069.4668 万股，占公司总股本的 1.55%。

表 4：董事长蔡卫东先生 2 月累计增持情况

增持主体	增持时间	成交均价(元/股)	成交数量(万股)	成交金额(万元)	增持比例(%)
蔡卫东	2020 年 2 月 4 日	23.297	10	232.97	0.014
		23.800	10	238.00	0.014
	2020 年 2 月 5 日	26.000	2	52.00	0.003
		26.32	10	263.20	0.014
杭州万城投资合伙企业（有限合伙）	2020 年 2 月 28 日	26.525	37.7	999.99	0.055
合计			69.7	1,786.16	0.101

资料来源：公司 2 月 29 日公告，天风证券研究所

#### 4. 盈利预测与评级

我们认为，公司 2019 年化工产品受其价格周期波动而导致该板块业绩受到影响，2020-2021 年有望迎来价格与销量的小幅修复；军品短期快速放量或告一段落，2020-2021 年或将进入电子产品军工+民用的双向稳健成长期。我们预计，2019-2021 年公司营收增速分别为 1.08%/14.46%/14.57%，毛利率分别为 22.12%/24.05%/24.08%。

图 9：2016-2020E 公司营收、营收增速与毛利率情况（含预测）

000818.SZ	2016A	2017A	2018A	2019H1	2019E	2020E	2021E
	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/30			
<b>营业总收入(亿元)</b>	<b>26.06</b>	<b>34.01</b>	<b>38.25</b>	<b>17.90</b>	<b>37.84</b>	<b>43.31</b>	<b>49.63</b>
<b>军工产品</b>		<b>0.83</b>	<b>4.02</b>	<b>2.68</b>	<b>6.35</b>	<b>8.26</b>	<b>10.65</b>
<b>化工</b>	<b>24.48</b>	<b>32.52</b>	<b>34.20</b>	<b>15.22</b>	<b>31.49</b>	<b>34.64</b>	<b>38.80</b>
液碱	8.22	12.50	12.69	5.66			
聚醚	5.83	8.05	7.74	3.98			
环氧丙烷	5.86	6.12	6.59	2.27			
聚氯乙烯	2.53	3.05	3.19	1.29			
氯化苯	1.42	1.54	1.71	0.67			
四氯化钛	0.62	0.68	0.55	0.02			
二氯丙烷		0.35	0.41				
氢气		0.23	0.26				
<b>营收增速</b>	<b>0.90%</b>	<b>30.52%</b>	<b>12.48%</b>	<b>-2.11%</b>	<b>-1.08%</b>	<b>14.46%</b>	<b>14.57%</b>
<b>军工产品</b>			<b>384.34%</b>	<b>128.93%</b>	<b>58.00%</b>	<b>30.00%</b>	<b>29.00%</b>
<b>化工</b>		<b>32.84%</b>	<b>3.07%</b>	<b>-11.07%</b>	<b>-7.92%</b>	<b>10.00%</b>	<b>12.00%</b>
液碱		52.07%	1.52%	-10.40%			
聚醚		38.08%	-3.85%	3.61%			
环氧丙烷		4.44%	7.68%	-28.02%			
聚氯乙烯		20.55%	4.59%	-16.95%			
氯化苯		8.45%	11.04%	-30.71%			
四氯化钛		9.68%	-19.12%	-95.25%			
二氯丙烷			17.14%				
氢气			13.04%				
<b>毛利率</b>	<b>14.93%</b>	<b>22.56%</b>	<b>25.76%</b>	<b>26.58%</b>	<b>22.12%</b>	<b>24.05%</b>	<b>24.08%</b>
<b>军工产品</b>		<b>60.24%</b>	<b>53.48%</b>	<b>51.45%</b>	<b>45.00%</b>	<b>41.00%</b>	<b>39.00%</b>
<b>化工</b>	<b>21.85%</b>	<b>28.84%</b>	<b>22.44%</b>	<b>24.88%</b>	<b>17.50%</b>	<b>19.40%</b>	<b>19.75%</b>
液碱	54.02%	68.98%	68.62%	70.18%			
聚醚	5.52%	3.57%	4.72%	7.27%			
环氧丙烷	11.18%	11.50%	17.15%	16.57%			
聚氯乙烯	-5.53%	-11.48%	-7.52%	-6.40%			
氯化苯	-11.27%	-10.39%	11.86%	-0.42%			
四氯化钛	34.90%	30.87%	14.70%	14.32%			
二氯丙烷		0.00%	0.00%				
氢气		28.53%	20.45%				

资料来源：Wind，天风证券研究所

在此假设下，预计公司 2019-2021 年营收分别为 37.84/43.31/49.63 亿元，归母净利润分别为 3.17/4.18/5.17 亿元，同比增速分别为 -37.02%/31.97%/23.63%，EPS 为 0.46/0.61/0.75 元，PE 为 50.58/38.33/31.00x。采用可比估值进行考虑，目前公司所在行业可比公司包括景嘉微（GPU）、北京君正（CPU）、紫光国微（FPGA）、欧比特（SoC/SiP）、通富微电（集成电路封装测试）、武汉凡谷（射频器件）、华力创通（北斗卫星导航及仿真应用）、滨化股份（烧碱、环氧丙烷、三氯乙烯等）。几家公司的估值情况如下表：

图 10：航锦科技可比公司 2020 年 PE 均值为 50.67x

股票代码	股票简称	核心产品	总市值(亿元)	2020年净利润预测值(亿元)	2020PE
300474.SZ	景嘉微	GPU	179.14	2.79	64.27
300223.SZ	北京君正	CPU	195.49	2.29	85.29
002049.SZ	紫光国微	FPGA	345.46	6.35	54.41
300053.SZ	欧比特	SoC/SiP、微纳星座	79.48	1.32	60.21
002156.SZ	通富微电	集成电路封装测试	256.12	4.19	61.17
002194.SZ	武汉凡谷	射频器件	151.90	2.27	66.92
300045.SZ	华力创通	北斗卫星导航及仿真应用	85.18	1.49	57.23
601678.SH	滨化股份	烧碱、环氧丙烷、三氯乙烯	72.90	6.26	11.65
<b>平均PE</b>					<b>50.67</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年可比公司 PE 估值的平均值为 50.67x，公司 2020 年 EPS 为 0.61 元，目标价 0.61\*50.67=30.91 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**化工品价格下行风险，民用芯片产品需求偏低，军品交付递延。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	124.85	281.85	600.33	912.05	1,599.75
应收票据及应收账款	475.81	626.55	529.72	914.11	877.97
预付账款	22.61	47.11	18.38	54.72	29.00
存货	192.96	323.82	200.14	348.12	279.81
其他	28.80	70.85	41.89	64.18	50.39
<b>流动资产合计</b>	<b>845.03</b>	<b>1,350.19</b>	<b>1,390.45</b>	<b>2,293.17</b>	<b>2,836.93</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,383.78	1,323.58	1,298.86	1,284.41	1,263.13
在建工程	81.76	57.03	70.22	90.13	84.08
无形资产	544.36	529.80	514.60	499.40	484.20
其他	947.30	961.02	953.57	944.41	941.26
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,957.21</b>	<b>2,871.43</b>	<b>2,837.25</b>	<b>2,818.35</b>	<b>2,772.66</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,802.24</b>	<b>4,221.62</b>	<b>4,227.70</b>	<b>5,111.52</b>	<b>5,609.59</b>
短期借款	150.00	497.37	180.00	190.00	200.00
应付票据及应付账款	357.60	503.61	396.95	699.57	660.95
其他	656.65	731.07	789.36	1,012.10	1,110.44
<b>流动负债合计</b>	<b>1,164.25</b>	<b>1,732.04</b>	<b>1,366.30</b>	<b>1,901.66</b>	<b>1,971.39</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	32.50	24.45	28.00	30.00	30.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>32.50</b>	<b>24.45</b>	<b>28.00</b>	<b>30.00</b>	<b>30.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,196.75</b>	<b>1,756.49</b>	<b>1,394.30</b>	<b>1,931.66</b>	<b>2,001.39</b>
少数股东权益	108.62	42.82	46.02	57.85	72.47
股本	691.84	690.00	689.89	689.89	689.89
资本公积	1,293.07	884.00	884.00	884.00	884.00
留存收益	1,805.03	1,843.92	2,097.49	2,432.12	2,845.83
其他	(1,293.07)	(995.60)	(884.00)	(884.00)	(884.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,605.49</b>	<b>2,465.13</b>	<b>2,833.40</b>	<b>3,179.86</b>	<b>3,608.19</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,802.24</b>	<b>4,221.62</b>	<b>4,227.70</b>	<b>5,111.52</b>	<b>5,609.59</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	262.22	517.02	316.97	418.29	517.14
折旧摊销	161.42	169.82	86.73	89.74	92.54
财务费用	0.58	18.55	22.18	7.51	3.81
投资损失	(5.23)	(103.97)	(5.50)	(10.00)	(15.00)
营运资金变动	218.50	(382.72)	240.85	(54.48)	206.83
其它	(158.48)	184.01	3.20	11.83	14.62
<b>经营活动现金流</b>	<b>479.01</b>	<b>402.72</b>	<b>664.43</b>	<b>462.89</b>	<b>819.94</b>
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)	(110.95)	(148.00)	(85.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(707.51)</b>	<b>(78.54)</b>	<b>(54.50)</b>	<b>(70.00)</b>	<b>(35.00)</b>
债权融资	150.00	497.37	180.00	190.00	200.00
股权融资	1.43	(547.28)	89.31	(7.51)	(3.81)
其他	(46.22)	(118.12)	(560.76)	(263.66)	(293.43)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>105.20</b>	<b>(168.04)</b>	<b>(291.45)</b>	<b>(81.17)</b>	<b>(97.24)</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>(123.30)</b>	<b>156.14</b>	<b>318.48</b>	<b>311.72</b>	<b>687.70</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,400.92</b>	<b>3,825.35</b>	<b>3,784.16</b>	<b>4,331.47</b>	<b>4,962.67</b>
营业成本	2,633.81	2,839.76	2,947.26	3,289.54	3,767.59
营业税金及附加	62.24	62.22	60.55	73.63	79.40
营业费用	82.42	103.11	107.47	121.28	133.99
管理费用	282.08	244.60	245.97	277.21	305.20
研发费用	7.51	24.48	23.84	51.98	57.07
财务费用	1.56	24.77	22.18	7.51	3.81
资产减值损失	38.00	18.32	18.10	20.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.23	103.97	5.50	10.00	15.00
其他	(4.75)	(212.74)	(11.00)	(20.00)	(30.00)
<b>营业利润</b>	<b>292.83</b>	<b>616.86</b>	<b>364.29</b>	<b>500.32</b>	<b>620.60</b>
营业外收入	30.90	1.11	2.50	10.00	10.00
营业外支出	8.30	1.31	1.30	1.30	1.30
<b>利润总额</b>	<b>315.43</b>	<b>616.66</b>	<b>365.49</b>	<b>509.02</b>	<b>629.30</b>
所得税	53.21	99.64	45.32	78.90	97.54
<b>净利润</b>	<b>262.22</b>	<b>517.02</b>	<b>320.17</b>	<b>430.12</b>	<b>531.76</b>
少数股东损益	6.67	13.72	3.20	11.83	14.62
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>255.54</b>	<b>503.31</b>	<b>316.97</b>	<b>418.29</b>	<b>517.14</b>
每股收益(元)	0.37	0.73	0.46	0.61	0.75

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	30.52%	12.48%	-1.08%	14.46%	14.57%
营业利润	181.31%	110.66%	-40.94%	37.34%	24.04%
归属于母公司净利润	128.01%	96.96%	-37.02%	31.97%	23.63%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.56%	25.76%	22.12%	24.05%	24.08%
净利率	7.51%	13.16%	8.38%	9.66%	10.42%
ROE	10.23%	20.78%	11.37%	13.40%	14.63%
ROIC	11.97%	21.13%	13.02%	18.33%	22.03%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.47%	41.61%	32.98%	37.79%	35.68%
净负债率	0.97%	8.74%	-14.83%	-22.71%	-38.79%
流动比率	0.73	0.78	1.02	1.21	1.44
速动比率	0.56	0.59	0.87	1.02	1.30
<b>营运能力</b>					
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	14.44	15.80	15.81
总资产周转率	1.05	0.95	0.90	0.93	0.93
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.37	0.73	0.46	0.61	0.75
每股经营现金流	0.69	0.58	0.96	0.67	1.19
每股净资产	3.62	3.51	4.04	4.53	5.13
<b>估值比率</b>					
市盈率	62.74	31.86	50.58	38.33	31.00
市净率	6.42	6.62	5.75	5.14	4.53
EV/EBITDA	19.75	8.01	32.94	25.61	20.43
EV/EBIT	29.35	9.90	40.33	30.14	23.46

### 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