

公司研究/季报点评

2018年10月18日

航天军工/航天军工II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 4.39
合理价格区间(元): 6.04~6.38

王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

何亮 执业证书编号: S0570517110001
研究员 heliang@htsc.com

金榜 执业证书编号: S0570517070008
研究员 021-28972092
jinbang@htsc.com

邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

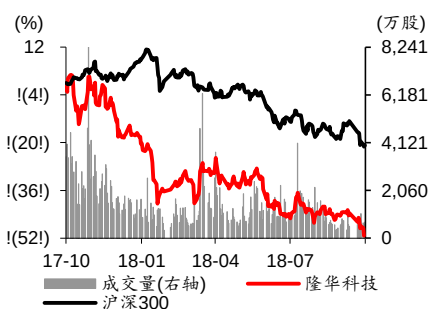
王维 01056793945
联系人 wangwei011620@htsc.com

尹会伟 +86 10 56793930
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

1 《隆华节能(300263,增持): 涅槃三载获新生, 今朝振翅欲腾飞》2018.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	910.80
流通 A 股 (百万股)	564.06
52 周内股价区间 (元)	4.23-8.91
总市值 (百万元)	3,998
总资产 (百万元)	3,915
每股净资产 (元)	2.79

资料来源: 公司公告

二次腾飞做指引, 业绩增长超预期 隆华科技(300263)

传统主业回暖, 新材料业务逐步放量, 前三季度归母净利润同比增长 92%
受益于节能环保板块上游行业复苏以及新材料业务持续稳定增长, 公司 2018Q3 营收 3.61 亿元, 同比增长 20.79%, 归母净利润 2877.6 万元, 同比增长 28.06%; 前三季度营收 10.81 亿元, 同比增长 42.31%, 归母净利润 9051.1 万元, 同比增长 92.08%; 扣非后归母净利润 9311.4 万元, 同比增长 118.4%。根据三季报数据, 公司业务发展超过之前预期, 前三季度营收及利润水平已经接近之前的全年业绩预测, 上调公司盈利预测, 预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.12/0.17/0.27 元, 上调评级至“买入”。

靶材业务: 显示靶材领先启航, 阶梯式分布助成长

公司在靶材领域业务主要由四丰电子和晶联光电承担, 分别从事 TFT 显示用钼靶材和 ITO 靶材研制生产。四丰电子钼靶材产品已成功进入京东方多条线的批量供应。晶联光电于 2017 年先后通过多条 TFT 面板线的测试认证并实现批量供货, 开创了 ITO 靶材的国产化历史。下游 TFT-LED 显示企业积极扩产, 对靶材的需求将会越来越大, 公司也在不同产品线上都有着稳定的扩产计划, 未来投产后有望增厚业绩。

军工业务: 外延布局军工复材, 开启军民融合广阔空间

公司在军工领域业务主要由湖南兆恒和威海海威承担, 其中兆恒主要产品为 PMI 泡沫, 目前是国内唯一为多型军用飞机、雷达装备提供 PMI 材料的合格供应商; 海威主要生产舰船复材, 已为多种舰船和海洋装备提供轻质结构功能一体化复材产品。随着下游军工行业发展, 未来对 PMI 泡沫材料和舰船复材的需求有望不断增加, 兆恒与海威位处行业前列有望持续受益。公司还在民用领域大力推广公司产品, 未来有望开启广阔军民融合空间。

传统业务: 加强管理转变理念, 传统业务稳步发展

公司传统业务包括传热节能业务及环保水处理业务。公司通过主动转变经营理念与模式、产品与市场结构, 传热节能板块业务开始企稳回升, 上半年传热业务收入和毛利率都有较大幅度提升。环保业务近年发展稳定, 未来公司将继续在工业和市政环保市场精耕细作, 突出风险管理, 保证在建和运营项目的边际效益最大化。10 月 9 日, 公司中标阜阳市颍泉区乡镇污水处理及水环境治理 PPP 项目, 金额达 10.76 亿元。

看好公司靶材及军工新材料未来发展潜力, 上调至“买入”评级

公司三季报业绩进一步保持增长, 已经接近之前预测的全年营收及利润, 我们预计公司 2018-2020 年归母净利润 1.12/1.55/2.45 亿元 (前值为 0.99/1.37/2.09 亿元), 对应 EPS 0.12/0.17/0.27 元 (前值为 0.11/0.16/0.24 元)。采用分部估值法, 给予高纯金属及合金材料板块 42.3 亿-44.0 亿估值 (PEG 估值), 传热业务板块 7.70 亿-8.18 亿估值 (PE 估值), 环保业务板块 5.03 亿-5.91 亿估值 (PE 估值), 合计为 55.03 亿元-58.09 亿元, 对应目标价范围为 6.04-6.38 元/股。上调评级至“买入”。

风险提示: 军费增长及军民融合推进低于预期, 靶材国产化进程低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	812.19	1,068	1,435	1,687	1,981
+/-%	(40.75)	31.54	34.35	17.57	17.37
归属母公司净利润 (百万元)	15.25	46.01	112.87	156.51	247.06
+/-%	(91.46)	201.75	145.29	38.66	57.86
EPS (元, 最新摊薄)	0.02	0.05	0.12	0.17	0.27
PE (倍)	262.20	86.89	35.42	25.55	16.18

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测与投资评级

关键假设

图表1： 公司主要业务盈利预测表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
传热节能产品营收（亿元）	3.62	4.92	6.99	7.49	7.98
YOY		35.91%	42.00%	7.14%	6.67%
毛利率	17.96%	19.51%	27.00%	27.50%	28.00%
水处理系统营收（亿元）	3.67	3.75	4.05	4.41	4.86
YOY	-24.49%	2.18%	8.00%	9.00%	10.00%
毛利率	27.52%	29.87%	30.00%	30.50%	31.00%
高纯金属及合金材料营收（亿元）	0.83	2.01	3.32	4.97	6.96
YOY	53.70%	142.17%	65.00%	50.00%	40.00%
毛利率	43.37%	42.29%	45.00%	46.00%	48.00%
营收合计（亿元）	8.12	10.68	14.35	16.87	19.81
YOY	-40.82%	31.53%	34.39%	17.57%	17.37%
毛利率	24.88%	27.34%	32.01%	33.74%	35.77%
营业费用率	8.22%	7.07%	6.80%	6.60%	6.40%
管理费用率	13.22%	12.02%	12.68%	12.59%	11.28%
财务费用率	0.36%	0.30%	0.23%	0.67%	0.68%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

据公司三季报，前三季度营收 10.81 亿元，同比增长 42.31%，归母净利润 9051.1 万元，同比增长 92.08%；扣非后归母净利润 9311.4 万元，同比增长 118.4%。根据三季报数据，公司业务发展超过之前预期，前三季度营收及利润水平已经接近之前的全年业绩预测，因此我们对公司的盈利预测表进行了调整。据三季报，营收增长的原因之一是新材料板块业务的增长，因此我们调高了对新材料板块的业绩预期。我们认为，公司的钨靶材、ITO 靶材、PMI 材料、舰用复材等产品正逐步进入放量阶段，未来 2-3 年有望带来业绩快速增长，预计 2018-2020 年营收增速分别为 65%、50%、40%；2016 年、2017 年高纯金属及合金材料业务毛利率分别为 43.37%、42.29%，未来该板块业务中军品占比将会逐步提升，军品毛利率较高，将会带动整个板块毛利率逐步提升，预计 2018-2020 年毛利率分别为 45%、46%、48%。

估值与投资建议

2015 年隆华节能启动“业务全面转型、实现二次腾飞”发展战略，近年在靶材和军工材料领域不断布局，已经实现了发展方式的转变，未来有望受益于靶材国产化替代进程加速、军工材料下游需求增长，业绩有望快速上行。公司的四个领域业务，我们采用分部加总估值法来评估不同业务的估值水平，其中高纯金属及合金材料业务目前基数较低且未来成长性好，采用 PEG 估值法，传热业务和环保业务采用 PE 估值法。

图表2： 公司各业务板块净利润贡献预测表

	毛利占比预测				净利润预测（万元）				净利润复合增长率
	2017A	2018E	2019E	2020E	2017	2018	2019	2020	
传热节能	32.76%	42.97%	39.11%	35.77%	1507	4812	6050	8769	79.85%
环保业务	38.23%	26.40%	23.50%	21.52%	1758	2956	3635	5276	44.24%
高纯金属及合金材料	29.01%	30.63%	37.38%	42.70%	1334	3429	5782	10468	98.70%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 传热与环保分业务可比公司估值一览表（可比公司估值参考朝阳永续一致预测）

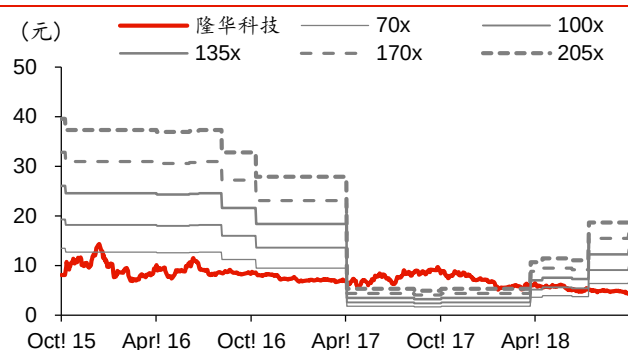
股票代码	股票简称	股价/元	EPS (元)				P/E (倍)			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002665.SZ	首航节能	5.80	0.04	0.47	0.62	-	145.25	12.36	9.37	9.37
600481.SH	双良节能	3.22	0.06	0.16	0.19	0.23	67.72	20.24	17.00	14.00
平均值（传热业务）								16.30	13.19	11.69
300172.SZ	中电环保	5.33	0.23	0.25	0.27	0.31	35.4	21.28	19.75	17.38
300262.SZ	巴安水务	4.08	0.21	0.29	0.35	0.43	42.33	14.11	11.64	9.54
平均值（环保业务）								17.70	15.70	13.46

资料来源：朝阳永续，Wind，华泰证券研究所；数据日期：2018 年 10 月 17 日

高纯金属及合金材料板块业务未来 3 年年均复合增长率为 98.70%，由于公司该板块的业务未来成长性好，国产替代空间大，给予一定的估值溢价，2018 年给予 PEG 值为 1.25-1.30，对应市值为 42.3 亿-44.0 亿。传热业务板块可比公司 2018 年平均 PE 估值为 16.30 倍；环保业务板块可比公司 2018 年平均 PE 估值为 17.70 倍，2018 年给予公司传热业务 16-17 倍 PE，对应市值为 7.70 亿-8.18 亿，给予环保业务 17-20 倍 PE，对应市值为 5.03 亿-5.91 亿。三个板块预测市值合计为 55.03 亿元-58.09 亿元，对应股价范围为 6.04-6.38 元/股，上调评级至“买入”。

PE/PB - Bands

图表4： 隆华科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 隆华科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,711	1,958	2,392	2,681	2,981
现金	436.57	492.61	471.00	450.00	421.00
应收账款	751.49	722.71	1,004	1,169	1,360
其他应收账款	29.43	80.16	109.19	144.84	188.86
预付账款	52.98	61.93	70.86	86.52	96.93
存货	380.77	483.41	601.07	677.29	745.82
其他流动资产	59.40	116.79	135.55	153.48	167.95
非流动资产	1,608	1,697	1,708	1,797	1,875
长期投资	216.90	225.53	202.17	212.41	211.18
固定投资	321.36	379.39	447.06	493.24	532.18
无形资产	186.30	261.49	310.75	365.47	418.91
其他非流动资产	882.96	830.75	748.01	726.07	713.16
资产总计	3,318	3,655	4,100	4,478	4,856
流动负债	763.59	974.54	1,269	1,509	1,671
短期借款	20.00	15.00	117.00	165.45	140.55
应付账款	476.89	436.85	636.42	720.02	805.47
其他流动负债	266.70	522.68	515.96	623.86	724.88
非流动负债	89.47	89.61	101.47	111.44	122.69
长期借款	49.00	47.00	62.00	71.33	82.56
其他非流动负债	40.47	42.61	39.47	40.11	40.13
负债合计	853.06	1,064	1,371	1,621	1,794
少数股东权益	49.71	141.58	147.26	153.64	160.41
股本	882.08	882.08	910.80	910.80	910.80
资本公积	991.42	987.96	987.96	987.96	987.96
留存公积	541.82	579.01	683.05	805.11	1,003
归属母公司股东权益	2,415	2,449	2,582	2,704	2,902
负债和股东权益	3,318	3,655	4,100	4,478	4,856

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	117.49	462.32	(91.24)	77.07	152.51
净利润	16.25	56.15	118.55	162.89	253.84
折旧摊销	38.95	47.43	38.74	43.64	47.61
财务费用	2.94	3.25	2.13	9.02	11.08
投资损失	(32.19)	(28.51)	(6.00)	(5.00)	(4.00)
营运资金变动	70.76	348.91	(265.98)	(170.43)	(199.59)
其他经营现金	20.78	35.10	21.32	36.95	43.58
投资活动现金	(216.47)	(402.31)	(64.48)	(112.55)	(107.82)
资本支出	39.85	131.29	54.74	53.30	62.96
长期投资	111.00	6.03	(28.69)	12.58	(1.51)
其他投资现金	(65.62)	(265.00)	(38.43)	(46.67)	(46.37)
筹资活动现金	(185.52)	1.86	134.11	14.48	(73.69)
短期借款	(209.00)	(5.00)	102.00	48.44	(24.89)
长期借款	49.00	(2.00)	15.00	9.33	11.22
普通股增加	438.78	0.00	28.72	0.00	0.00
资本公积增加	(445.13)	(3.46)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(19.17)	12.32	(11.61)	(43.30)	(60.02)
现金净增加额	(284.46)	61.70	(21.61)	(21.00)	(29.00)

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	812.19	1,068	1,435	1,687	1,981
营业成本	610.34	775.98	975.91	1,118	1,272
营业税金及附加	8.42	10.57	14.09	16.76	19.58
营业费用	66.77	75.55	97.60	111.37	126.75
管理费用	107.41	128.41	181.99	212.39	223.33
财务费用	2.94	3.25	2.13	9.02	11.08
资产减值损失	41.77	39.01	25.00	25.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.19	28.51	6.00	5.00	4.00
营业利润	6.87	66.85	144.57	199.78	311.66
营业外收入	18.22	7.43	7.00	6.00	5.00
营业外支出	4.96	4.84	6.00	5.00	4.00
利润总额	20.13	69.45	145.57	200.78	312.66
所得税	3.87	13.30	27.02	37.89	58.83
净利润	16.25	56.15	118.55	162.89	253.84
少数股东损益	1.00	10.13	5.68	6.38	6.77
归属母公司净利润	15.25	46.01	112.87	156.51	247.06
EBITDA	48.76	117.54	185.44	252.44	370.35
EPS (元, 基本)	0.02	0.05	0.12	0.17	0.27

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(40.75)	31.54	34.35	17.57	17.37
营业利润	(95.83)	873.54	116.24	38.19	56.00
归属母公司净利润	(91.46)	201.75	145.29	38.66	57.86
获利能力 (%)					
毛利率	24.85	27.37	32.01	33.74	35.77
净利率	1.88	4.31	7.86	9.27	12.47
ROE	0.63	1.88	4.37	5.79	8.51
ROIC	0.43	2.99	5.47	7.12	10.06
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.71	29.12	33.44	36.19	36.94
净负债比率 (%)	8.21	6.01	13.16	14.70	12.52
流动比率	2.24	2.01	1.88	1.78	1.78
速动比率	1.73	1.50	1.40	1.32	1.33
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.31	0.37	0.39	0.42
应收账款周转率	0.89	1.20	1.41	1.35	1.35
应付账款周转率	1.06	1.70	1.82	1.65	1.67
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.05	0.12	0.17	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.51	(0.10)	0.08	0.17
每股净资产(最新摊薄)	2.65	2.69	2.83	2.97	3.19
估值比率					
PE (倍)	262.20	86.89	35.42	25.55	16.18
PB (倍)	1.66	1.63	1.55	1.48	1.38
EV_EBITDA (倍)	70.40	29.20	18.51	13.60	9.27

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com