

2021年04月08日

甘化科工 (000576.SZ)

一季度扣非归母净利润同比+80%-124%，电源及弹药业务增长显著

■事件：公司发布2021年一季度业绩预告，归母净利润（4000-5000万元，同比+362%-478%），扣非归母净利润同比增长80%-124%。

■军工电源及弹药业务同比大幅增长，全年有望维持高景气

根据公告，公司一季度利润大幅度增长主要因公司电源产品和预制破片产品的业务量同比大幅度增加，且若取21Q1扣非净利润中值对照20Q4，环比增长228.57%，呈现加速态势。我们认为，公司自2018年转型军工以来逐渐形成以军工电源及弹药零部件为主的核心业务，受益航空及航天重点装备加速上量且实战实训，下游需求有望呈现景气度上行，公司军品业务占比或将持续提升，持续增厚公司业绩，预计全年仍有望维持高速增长。

■转型军工正当时，电源及弹药业务有望快速成长

公司在相继退出LED、生化产业及纸张贸易业务后，于2018-2019年收购沈阳含能70%股权及升华电源100%股权，正式转型并形成以弹药零部件及军工电源为主的军品业务，其中：1) 沈阳含能，承担各规格钨合金预制破片研发及制造，主要为海、陆、空、火箭、战略支援等多部队炮弹、火箭弹及导弹产品进行配套，并与多家兵工厂建立稳定合作关系，且是部分常规炮弹及新型火箭弹预制破片主要供应商；2) 升华电源，专业从事高效率、高可靠性、高功率密度电源产品研发、生产及销售，主要有模块电源及定制电源系统两大类，下游集中于机载、舰载及弹载等多武器平台，客户涵盖军工企业、科研院所及军工厂等；3) 锗威特半导体，为持续做精做强军工电源业务，公司于2020年收购锗威特20.06%股权，进一步向电源产业链上下游拓展，有望与公司在电源板快技术、研发工作等产生积极协同效应，加快核心器件国产化步伐。我们认为，考虑到“十四五”期间先进战机批产上量，及加强实战化训练背景下对航空航天重点装备的加速消耗，以及军工电源领域国产替代势在必行，公司弹药及电源业务有望快速成长，持续增厚业绩。

■股权激励绑定核心员工利益，彰显公司发展信心

公司于2021年推出股权激励计划，向56名董事、高管及中层管理人员等核心骨干授予442.86万股，首次授予价格5.43元/股，根据股权激励解锁条件，以2020年主营业务收入为基数，2021至2023年收入增长分别不低于10%、25%及50%。我们认为，股权激励落地后不仅有助于绑定公司与核心骨干及技术人员长期利益，并有助于调动员工积极性，有助于公司长期稳定发展，同时彰显公司对未来可持续发展信心。

■投资建议：公司积极转型发展军工业务以来已形成以军工电源为主搭配弹药零部件为辅的核心主业，且预计在“十四五”期间伴随先进战机放量及实战化训练背景下航空航天重点装备的加速消耗，军工业务有望加速成长。同时原有食糖贸易业务周转较快且不需要大量固定资产投资，并可根据具体情

公司快报

证券研究报告

国防军工

投资评级 买入-A

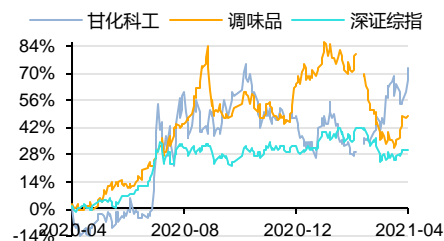
维持评级

股价 (2021-04-08) 12.93元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 5,726.20 |
| 流通市值(百万元) | 5,533.84 |
| 总股本(百万股) | 442.86 |
| 流通股本(百万股) | 427.98 |
| 12个月价格区间 | 6.43/13.14元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 24.91 | 26.9 | 41.29 |
| 绝对收益 | 23.14 | 19.94 | 70.81 |

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

相关报告

况调整业务规模，有望保持稳健经营，为公司持续业务转型创造稳定环境，预计在军工业务牵引下公司业绩有望进入快速增长通道。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为1.96、2.98、4.31亿元，对应估值分别为29、19、13倍，维持“买入-A”评级。

■风险提示：军工电源订单不及预期，国产替代进度不及预期；弹药业务进展不及预期；食糖贸易业务不及预期。

| (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 主营收入 | 494.6 | 514.8 | 742.8 | 1,080.6 | 1,572.3 |
| 净利润 | 98.2 | 678.1 | 195.6 | 297.6 | 431.4 |
| 每股收益(元) | 0.22 | 1.53 | 0.44 | 0.67 | 0.97 |
| 每股净资产(元) | 2.54 | 3.86 | 4.51 | 5.18 | 6.16 |

| 盈利和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 58.3 | 8.4 | 29.3 | 19.2 | 13.3 |
| 市净率(倍) | 5.1 | 3.3 | 2.9 | 2.5 | 2.1 |
| 净利率 | 19.9% | 131.7% | 26.3% | 27.5% | 27.4% |
| 净资产收益率 | 8.7% | 39.6% | 9.8% | 13.0% | 15.8% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 18.1% | 80.3% | 18.1% | 33.1% | 35.6% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|---------|---------|-------------|-------|--------|--------|--------|---------|
| (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 494.6 | 514.8 | 742.8 | 1,080.6 | 1,572.3 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 335.7 | 315.8 | 446.1 | 623.5 | 893.8 | 营业收入增长率 | 20.9% | 4.1% | 44.3% | 45.5% | 45.5% |
| 营业税费 | 3.1 | 2.4 | 3.0 | 4.3 | 6.3 | 营业利润增长率 | 39.0% | 601.5% | -72.7% | 53.3% | 43.2% |
| 销售费用 | 10.0 | 24.6 | 16.3 | 21.6 | 31.4 | 净利润增长率 | 0.1% | 590.7% | -71.2% | 52.2% | 44.9% |
| 管理费用 | 44.9 | 59.7 | 84.7 | 113.5 | 163.5 | EBITDA 增长率 | 42.1% | -38.9% | 141.0% | 52.5% | 42.6% |
| 财务费用 | 11.1 | 9.5 | -4.0 | -4.0 | -4.5 | EBIT 增长率 | 51.7% | -40.4% | 154.9% | 54.2% | 43.5% |
| 资产减值损失 | -0.3 | - | - | - | - | NOPLAT 增长率 | 24.0% | 471.5% | -71.0% | 54.2% | 43.5% |
| 加:公允价值变动收益 | 1.8 | -23.5 | -15.0 | -15.0 | -15.0 | 投资资本增长率 | 28.7% | 28.5% | -15.6% | 33.6% | 9.0% |
| 投资和汇兑收益 | 53.4 | 4.5 | 45.0 | 49.0 | 49.0 | 净资产增长率 | 0.0% | 51.6% | 17.3% | 15.5% | 19.2% |
| 营业利润 | 126.3 | 886.1 | 241.8 | 370.7 | 530.7 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -4.4 | 1.6 | 4.5 | 1.1 | 1.9 | 毛利率 | 32.1% | 38.7% | 41.4% | 42.3% | 43.2% |
| 利润总额 | 121.9 | 887.7 | 246.3 | 371.8 | 532.6 | 营业利润率 | 25.5% | 172.1% | 32.5% | 34.3% | 33.8% |
| 减:所得税 | 13.8 | 197.7 | 36.9 | 55.8 | 79.9 | 净利润率 | 19.9% | 131.7% | 26.3% | 27.5% | 27.4% |
| 净利润 | 98.2 | 678.1 | 195.6 | 297.6 | 431.4 | EBITDA/营业收入 | 33.7% | 19.8% | 33.1% | 34.7% | 34.0% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 31.6% | 18.1% | 32.0% | 33.9% | 33.5% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 47 | 32 | 14 | 8 | 5 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | 83 | 143 | 104 | 111 | 121 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 414 | 532 | 601 | 554 | 501 |
| | | | | | | 应收帐款周转天数 | 50 | 39 | 55 | 48 | 47 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 45 | 55 | 41 | 43 | 44 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 1,183 | 1,234 | 1,086 | 896 | 731 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 561 | 693 | 498 | 366 | 301 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 8.7% | 39.6% | 9.8% | 13.0% | 15.8% |
| | | | | | | ROA | 6.8% | 35.5% | 8.3% | 11.1% | 12.8% |
| | | | | | | ROIC | 18.1% | 80.3% | 18.1% | 33.1% | 35.6% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 2.0% | 4.8% | 2.4% | 2.4% | 2.4% |
| | | | | | | 管理费用率 | 9.1% | 11.6% | 11.4% | 11.5% | 11.5% |
| | | | | | | 财务费用率 | 2.2% | 1.8% | -0.5% | -0.4% | -0.3% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 13.3% | 18.2% | 13.1% | 12.1% | 12.1% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 27.7% | 10.6% | 19.7% | 17.3% | 20.9% |
| | | | | | | 负债权益比 | 38.4% | 11.9% | 24.6% | 20.9% | 26.4% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.18 | 4.83 | 4.02 | 6.47 | 5.14 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.88 | 4.42 | 3.79 | 5.85 | 4.72 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | 14.11 | 9.80 | -59.44 | -91.67 | -116.93 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | - | - | - | - | - |
| | | | | | | 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

资产负债表

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 183.4 | 461.5 | 834.0 | 995.5 | 1,399.3 |
| 交易性金融资产 | 89.4 | 190.9 | 190.9 | 190.9 | 190.9 |
| 应收帐款 | 45.0 | 66.4 | 161.0 | 127.9 | 285.9 |
| 应收票据 | 72.7 | 97.7 | 110.0 | 206.8 | 266.9 |
| 预付帐款 | 74.1 | 32.1 | 79.7 | 99.8 | 160.8 |
| 存货 | 75.9 | 81.9 | 85.5 | 173.7 | 210.8 |
| 其他流动资产 | 1.7 | 47.6 | 41.4 | 30.3 | 39.8 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 20.1 | 128.6 | 128.6 | 128.6 | 128.6 |
| 投资性房地产 | 27.2 | 23.3 | 23.3 | 23.3 | 23.3 |
| 固定资产 | 60.2 | 32.1 | 27.4 | 22.7 | 18.0 |
| 在建工程 | - | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 无形资产 | 27.7 | 13.5 | 10.1 | 6.8 | 3.4 |
| 其他非流动资产 | 908.4 | 766.9 | 844.2 | 837.2 | 816.1 |
| 资产总额 | 1,585.6 | 1,943.3 | 2,536.8 | 2,844.2 | 3,544.6 |
| 短期债务 | - | - | - | - | 8.7 |
| 应付帐款 | 36.7 | 31.7 | 207.2 | 99.5 | 271.2 |
| 应付票据 | 5.3 | 8.4 | 3.1 | 16.6 | 13.4 |
| 其他流动负债 | 206.6 | 162.5 | 163.8 | 166.1 | 203.2 |
| 长期借款 | 68.4 | - | - | 125.4 | 172.1 |
| 其他非流动负债 | 122.8 | 4.0 | 126.3 | 84.4 | 71.6 |
| 负债总额 | 439.8 | 206.7 | 500.3 | 492.0 | 740.2 |
| 少数股东权益 | 22.4 | 25.8 | 38.9 | 57.0 | 77.8 |
| 股本 | 442.9 | 442.9 | 442.9 | 442.9 | 442.9 |
| 留存收益 | 678.0 | 1,359.1 | 1,554.7 | 1,852.3 | 2,283.7 |
| 股东权益 | 1,145.9 | 1,736.6 | 2,036.4 | 2,352.2 | 2,804.4 |

现金流量表

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 净利润 | 108.1 | 690.0 | 195.6 | 297.6 | 431.4 |
| 加:折旧和摊销 | 18.4 | 16.7 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 资产减值准备 | -1.1 | - | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | -1.8 | 23.5 | -0.0 | - | 0.0 |
| 财务费用 | 4.2 | 3.2 | -4.0 | -4.0 | -4.5 |
| 投资损失 | -53.4 | -4.7 | -45.0 | -49.0 | -49.0 |
| 少数股东损益 | 9.9 | 11.9 | 13.8 | 18.4 | 21.3 |
| 营运资金的变动 | -161.8 | -61.2 | 86.7 | -317.8 | -99.0 |
| 经营活动产生现金流量 | -3.3 | -0.2 | 255.1 | -46.7 | 308.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -19.5 | 522.8 | 45.0 | 49.0 | 49.0 |
| 融资活动产生现金流量 | -41.3 | -201.7 | 72.4 | 159.2 | 46.7 |

业绩和估值指标

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|
| EPS(元) | 0.22 | 1.53 | 0.44 | 0.67 | 0.97 |
| BVPS(元) | 2.54 | 3.86 | 4.51 | 5.18 | 6.16 |
| PE(X) | 58.3 | 8.4 | 29.3 | 19.2 | 13.3 |
| PB(X) | 5.1 | 3.3 | 2.9 | 2.5 | 2.1 |
| P/FCF | 55.9 | 17.8 | 16.6 | 42.0 | 15.8 |
| P/S | 11.6 | 11.1 | 7.7 | 5.3 | 3.6 |
| EV/EBITDA | 18.7 | 40.2 | 19.0 | 12.5 | 8.2 |
| CAGR(%) | 43.0% | -13.1% | 24.8% | 43.0% | -13.1% |
| PEG | 1.4 | -0.6 | 1.2 | 0.4 | -1.0 |
| ROIC/WACC | 1.7 | 7.7 | 1.7 | 3.2 | 3.4 |
| REP | 2.1 | 0.5 | 2.9 | 1.2 | 0.9 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | |
|-------|-----|--------------|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 潘艳 | 上海区域销售负责人 | 18930060852 | panyan@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 上海区域销售总监 | 13391113930 | houhx@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 上海区域销售总监 | 13901836709 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 李栋 | 上海区域高级销售副总监 | 13917882257 | lidong1@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 上海区域销售副总监 | 13916816630 | liugy@essence.com.cn |
| | 苏梦 | 上海区域销售经理 | 13162829753 | sumeng@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | 上海区域销售经理 | 15801869965 | qinzh1@essence.com.cn |
| | 陈盈怡 | 上海区域销售经理 | 13817674050 | chenyy6@essence.com.cn |
| | 徐逸岑 | 上海区域销售经理 | 18019221980 | xuyc@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 张莹 | 北京区域销售负责人 | 13901255777 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 张杨 | 北京区域销售副总监 | 15801879050 | zhangyang4@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 北京区域销售副总监 | 13811978042 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 刘晓萱 | 北京区域销售副总监 | 18511841987 | liuwx1@essence.com.cn |
| | 王帅 | 北京区域销售经理 | 13581778515 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 游倬源 | 北京区域销售经理 | 010-83321501 | youzy1@essence.com.cn |
| | 侯宇彤 | 北京区域销售经理 | 18210869281 | houyt1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 张秀红 | 深圳基金组销售负责人 | 0755-82798036 | zhangxh1@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 深圳基金组高级销售副总监 | 13631620111 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 深圳基金组销售副总监 | 18926033448 | fanhq@essence.com.cn |
| | 聂欣 | 深圳基金组销售经理 | 13540211209 | niexin1@essence.com.cn |
| | 杨萍 | 深圳基金组销售经理 | 0755-82544825 | yangping1@essence.com.cn |
| | 黄秋琪 | 深圳基金组销售经理 | 13699750501 | huangqq@essence.com.cn |
| | 喻聪 | 深圳基金组销售经理 | 18503038620 | yucong@essence.com.cn |
| | 马田田 | 深圳基金组销售经理 | 18318054097 | matt@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034