

# 航锦科技 (000818)

证券研究报告  
2021年07月11日

21H1 业绩+340%-421%实现大幅增长，模拟芯片产业高景气周期已至

**事件：**公司发布 2021H1 业绩预告，报告期内公司预计实现归母净利润 3.8-4.5 亿元，同比 +339.76%-420.77%。

● **业绩大幅提升产业高景气度凸显，21Q1 多指标预示业绩有望持续提升**

据公司公告披露，21H1 公司业绩大幅提升主要有两方面原因：1. 受益于上半年以来军品列装采购需求持续景气，公司所处上游芯片元器件领域订单实现快速增长，公司特种集成电路业务较去年同期有明显增长；2. 公司化工板块产品处于行业产业链景气周期，为公司持续贡献业绩。

21Q1 多项财务指标持续向好，产业高景气周期将至。据公司公告披露，公司近 3 年存货持续增长，2021Q1 指标达 4.89 亿元创历史新高，表明公司正处于加速备产备货阶段，我们将伴随产业高景气周期实现快速消化。

● **传统化工产业龙头持续转型，成功切入国防军工模拟 IC 产业**

公司传统主营化工原材料板块业务，形成了以“烧碱、环氧丙烷、聚醚”三大产品为主的工业化生产格局。2017 年、2020 年，公司通过两次战略转型，成功切入军工电子领域，并逐步实现向民用电子领域的拓展延伸。目前，电子板块业务以长沙韶光和威科电子为两条主线，逐步形成以芯片产品为核心，围绕高端芯片与通信领域两大板块，覆盖高端芯片、北斗以及通信射频三大产业。

● **“十四五”：新一代武器装备带来用量提升，军工电子或迎来最好成长阶段**

结合《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》具体内容，我们判断新一代武器装备或将在“十四五”及 2035 年远期具备高景气，其中军工电子元器件望在“十四五”各类新型装备中作为信息化的主要实施载体，具备单位装备价值占比和装备排产双升逻辑。

高端芯片板块核心长沙韶光涉及集成电路领域的研发设计、封装制造，产品广泛应用于航空航天、兵器装备、军工电子等领域，其中三大主打芯片被多款军品型号选用，自主研发的图形处理器芯片技术指标国内领先，达到国家“国产替代”要求。我们认为，公司芯片业务作为各类跨越式武器装备底层支撑，有望充分受益于“十四五”国防装备跨越式发展及产品国产替代要求，对应产品有望进入高景气放量期。

● **模拟 IC 遇国产替代窗口期，需求提升驱动产品实现加速排产**

中国模拟 IC 市场整体供不应求，模拟芯片供应商仍以国外企业为主，具备较大国产替代空间。2018 年全球模拟半导体行业的市场规模约为 588 亿美元，中国市场模拟芯片行业的市场规模约为 322 亿美元，在全球市场中的占比超过 50%。根据 IC Insights 的预测，受下游通信、工控、汽车电子等市场驱动，预计到 2023 年全球模拟芯片市场规模可超 800 亿美元。但目前不断扩大的中国半导体市场主要依赖进口，产业自给率较低，国内模拟芯片同样主要采自德州仪器、恩智浦等模拟芯片大厂。

我们认为，国产替代所提供的广阔市场空间可以为本土模拟 IC 厂商深耕国内市场带来绝佳的发展机遇，长沙韶光、威科电子等深耕模拟芯片领域多年，产品谱系全面，有望充分受益于此进程，对应产品有望实现快速放量。

**盈利预测与评级：**综上所述我们认为，公司电子板块有望充分受益于“十四五”国防装备跨越式发展，下游终端产品需求提升+模拟 IC 国产替代催化，对应业务或实现加速排产。在此假设下，预计 2021-23 年实现营业收入 48.01/50.77/53.59 亿元，对应归母净利润 6.90/7.65/8.42 亿元，对应 EPS 为 1.01/1.12/1.23 元，PE 为 27.04/24.38/22.16x，维持“买入”评级。  
**风险提示：**行业波动风险；政策变动风险；研发失败风险；业绩预告为初步核算结果，实际以半年报为准等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,773.95	3,536.49	4,801.26	5,077.07	5,358.94
增长率(%)	(1.34)	(6.29)	35.76	5.74	5.55
EBITDA(百万元)	611.59	708.46	948.78	1,046.75	1,145.99
净利润(百万元)	306.66	236.20	689.96	765.23	841.99
增长率(%)	(39.07)	(22.98)	192.11	10.91	10.03
EPS(元/股)	0.45	0.35	1.01	1.12	1.23
市盈率(P/E)	60.84	78.98	27.04	24.38	22.16
市净率(P/B)	6.95	6.48	5.40	4.57	3.90
市销率(P/S)	4.94	5.28	3.89	3.67	3.48
EV/EBITDA	23.05	21.08	19.93	17.73	15.78

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	29.25 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	682.61
流通 A 股股本(百万股)	677.22
A 股总市值(百万元)	19,966.46
流通 A 股市值(百万元)	19,808.54
每股净资产(元)	4.53
资产负债率(%)	32.05
一年内最高/最低(元)	31.38/0.00

## 作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
张明磊	联系人
zhangminglei@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《航锦科技-公司专题研究:军工模拟芯片领先企业，国产替代+需求驱动带动企业进入高景气周期》2021-06-21
- 《航锦科技-公司点评:手握半导体与北斗核心资产，聚焦 5G/星网发展机遇》2020-03-20
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	309.05	374.83	943.40	1,621.26	2,327.50
应收票据及应收账款	838.33	876.09	991.06	1,124.38	1,257.37
预付账款	28.06	32.85	35.90	36.91	40.54
存货	362.71	435.64	546.60	535.24	681.86
其他	71.84	96.25	108.44	110.35	122.89
<b>流动资产合计</b>	<b>1,609.99</b>	<b>1,815.66</b>	<b>2,625.41</b>	<b>3,428.15</b>	<b>4,430.15</b>
长期股权投资	0.00	17.64	24.44	34.54	44.44
固定资产	1,243.67	1,204.76	1,203.23	1,197.04	1,188.77
在建工程	75.69	89.61	65.77	48.46	35.08
无形资产	514.41	647.23	744.06	850.78	971.66
其他	1,006.33	1,053.97	1,091.70	1,144.80	1,216.34
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,840.10</b>	<b>3,013.22</b>	<b>3,129.20</b>	<b>3,275.62</b>	<b>3,456.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,450.09</b>	<b>4,828.88</b>	<b>5,754.61</b>	<b>6,703.77</b>	<b>7,886.44</b>
短期借款	672.81	848.95	1,000.00	1,263.50	1,451.60
应付票据及应付账款	587.67	496.32	289.47	438.69	291.57
其他	410.80	249.32	544.21	332.64	638.87
<b>流动负债合计</b>	<b>1,671.29</b>	<b>1,594.60</b>	<b>1,833.68</b>	<b>2,034.83</b>	<b>2,382.04</b>
长期借款	0.00	51.82	150.00	253.40	361.80
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	23.88	25.55	26.34	28.64	31.25
<b>非流动负债合计</b>	<b>23.88</b>	<b>77.38</b>	<b>176.34</b>	<b>282.04</b>	<b>393.05</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,695.17</b>	<b>1,671.98</b>	<b>2,010.02</b>	<b>2,316.87</b>	<b>2,775.09</b>
少数股东权益	72.47	279.56	292.21	307.03	324.21
股本	689.89	682.61	682.61	682.61	682.61
资本公积	914.51	871.48	871.48	871.48	871.48
留存收益	2,059.13	2,217.80	2,769.77	3,397.26	4,104.53
其他	(981.07)	(894.55)	(871.48)	(871.48)	(871.48)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,754.92</b>	<b>3,156.90</b>	<b>3,744.59</b>	<b>4,386.90</b>	<b>5,111.36</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,450.09</b>	<b>4,828.88</b>	<b>5,754.61</b>	<b>6,703.77</b>	<b>7,886.44</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	312.37	226.66	689.96	765.23	841.99
折旧摊销	179.94	188.08	93.55	101.77	110.78
财务费用	35.86	45.16	52.64	64.86	77.84
投资损失	(0.55)	0.39	(0.56)	(0.78)	(0.91)
营运资金变动	(448.21)	(317.53)	(166.31)	(201.77)	(153.80)
其它	140.57	38.58	12.65	14.82	17.18
<b>经营活动现金流</b>	<b>219.97</b>	<b>181.35</b>	<b>681.92</b>	<b>744.14</b>	<b>893.09</b>
资本支出	90.76	276.95	166.81	186.10	209.19
长期投资	0.00	17.64	6.80	10.10	9.90
其他	(437.75)	(736.38)	(368.65)	(426.82)	(489.98)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(346.99)</b>	<b>(441.79)</b>	<b>(195.04)</b>	<b>(230.62)</b>	<b>(270.89)</b>
债权融资	672.81	902.11	1,151.35	1,518.30	1,814.90
股权融资	52.27	(32.79)	(14.04)	(49.33)	(62.31)
其他	(675.50)	(571.84)	(1,055.63)	(1,304.62)	(1,668.55)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>49.58</b>	<b>297.48</b>	<b>81.68</b>	<b>164.35</b>	<b>84.04</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>(77.44)</b>	<b>37.04</b>	<b>568.56</b>	<b>677.86</b>	<b>706.24</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3,773.95</b>	<b>3,536.49</b>	<b>4,801.26</b>	<b>5,077.07</b>	<b>5,358.94</b>
营业成本	2,903.81	2,791.76	3,536.08	3,744.86	3,983.24
营业税金及附加	52.99	50.90	62.42	60.92	58.95
营业费用	127.20	43.48	96.03	76.16	53.59
管理费用	248.48	196.06	192.05	177.70	160.77
研发费用	37.70	60.66	72.02	81.23	91.10
财务费用	38.69	41.50	52.64	64.86	77.84
资产减值损失	(4.42)	(83.36)	(12.00)	(8.00)	(23.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.55	(0.39)	0.56	0.78	0.91
其他	8.75	168.47	(1.12)	(1.56)	(1.82)
<b>营业利润</b>	<b>360.17</b>	<b>267.39</b>	<b>802.59</b>	<b>880.12</b>	<b>957.37</b>
营业外收入	2.88	6.10	6.50	8.00	10.00
营业外支出	1.96	10.03	1.50	1.70	2.00
<b>利润总额</b>	<b>361.09</b>	<b>263.46</b>	<b>807.59</b>	<b>886.42</b>	<b>965.37</b>
所得税	48.72	36.80	104.99	106.37	106.19
<b>净利润</b>	<b>312.37</b>	<b>226.66</b>	<b>702.61</b>	<b>780.05</b>	<b>859.18</b>
少数股东损益	5.71	(9.54)	12.65	14.82	17.18
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>306.66</b>	<b>236.20</b>	<b>689.96</b>	<b>765.23</b>	<b>841.99</b>
每股收益(元)	0.45	0.35	1.01	1.12	1.23

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-1.34%	-6.29%	35.76%	5.74%	5.55%
营业利润	-41.61%	-25.76%	200.16%	9.66%	8.78%
归属于母公司净利润	-39.07%	-22.98%	192.11%	10.91%	10.03%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.06%	21.06%	26.35%	26.24%	25.67%
净利率	8.13%	6.68%	14.37%	15.07%	15.71%
ROE	11.43%	8.21%	19.98%	18.76%	17.59%
ROIC	13.27%	8.87%	21.37%	22.43%	23.15%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.09%	34.62%	34.93%	34.56%	35.19%
净负债率	13.20%	16.70%	5.55%	-2.35%	-10.03%
流动比率	0.96	1.14	1.43	1.68	1.86
速动比率	0.75	0.87	1.13	1.42	1.57
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.15	4.13	5.14	4.80	4.50
存货周转率	10.99	8.86	9.78	9.39	8.81
总资产周转率	0.87	0.76	0.91	0.82	0.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.45	0.35	1.01	1.12	1.23
每股经营现金流	0.32	0.27	1.00	1.09	1.31
每股净资产	3.93	4.22	5.06	5.98	7.01
<b>估值比率</b>					
市盈率	60.84	78.98	27.04	24.38	22.16
市净率	6.95	6.48	5.40	4.57	3.90
EV/EBITDA	23.05	21.08	19.93	17.73	15.78
EV/EBIT	31.58	27.79	22.11	19.64	17.47

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com