

2019年04月26日

晨会纪要

研究所

编辑: 刘莉莉

0755-83716972

晨会纪要

——2019年第77期

投资要点:

■ 最新报告摘要

- 军机采购加速需求释放, 产品研发积蓄发展力量——晨曦航空(300581)事件点评
- 光伏主业加速成长, 半导体布局值得期待——协鑫集成(002506)年报点评
- 业绩符合预期, 成长逻辑不断兑现——杭州园林(300649)2018年报点评

1、最新报告摘要

1.1、军机采购加速需求释放，产品研发积蓄发展力量——晨曦航空（300581）

事件点评

分析师：谭倩 S0350512090002 联系人：苏立赞 S0350117080021 联系人：邹刚 S0350117090025

交付延迟影响 2018 年业绩，采购加速提升一季度营收。公司 2018 年营业收入略有下滑，主要是下游客户采购计划调整使得交付延迟，公司飞控计算机业务收入减少 0.19 亿元，同比减少 60.74%。同时，受激光捷联惯导毛利率下降等因素影响，公司整体毛利率下降 7.97PCT。随着进入装备采购高峰期，公司产品需求向好，2019 年一季度，公司营业收入同比增长 37.51%，毛利率提升 3.33PCT。

立足航空装备领域，受益军机需求释放。公司产品主要面向航空装备领域，主要产品包括航空惯性导航、航空发动机电子等。惯导方面，公司拥有低、中、高的完整产品线，有效满足市场需求；航空发动机电子产品方面，公司拥有发动机参数采集器和飞控计算机，细分领域拥有技术和产品优势。航空装备，作为国防建设的重点方向，发展持续加速，公司作为直升机等产品的重要供应商，在军队需求迫切、装备数量缺口大的背景下，有望持续受益行业发展。

拓展技术和产品边界，发展潜力不断增强。航空发动机电子产品方面，在发动机参数采集器和飞控计算机的基础上，公司自主研发出全权限数字式发动机电子控制系统，目前已完成预研阶段的项目验收。在惯导和飞控技术的基础上，公司成功开发了无人机系统，并研制成功无人机产品，产品线进一步丰富。公司立足现有技术不断拓展新领域的发展策略，一方面，研发风险低、成功率高、新老技术协同性好；另一方面，随着新产品逐渐实现收入，公司发展的驱动力也不断增强。

盈利预测和投资评级：维持买入评级。随着进入装备采购高峰，公司发展向好，一季度实现高增长；新技术新产品的开发，扩展公司发展边界增强发展动力。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 0.73 亿元、0.87 亿元、1.00 亿元，对应 EPS 分别为 0.42 元、0.51 及 0.58 元，对应当前股价 PE 分别为 35 倍、29 倍及 25 倍；维持买入评级。

风险提示：1) 现有产品需求不及预期；2) 新产品发展不及预期；3) 公司盈利不及预期；4) 系统性风险。

1.2、光伏主业加速成长，半导体布局值得期待——协鑫集成（002506）年报

点评

分析师：王凌涛 S0350514080002 联系人：杨钟 S0350118080024

坚定执行光伏国际化战略，海外市场成公司业绩最强引擎。受“531 新政”、“中美贸易摩擦”、“美国 201 法案”以及宏观经济下行等诸多因素影响，2018 年光伏行业发生较大波动。公司妥善应对全行业经营挑战，并坚定执行“光伏国际化战略”，实现组件出货 4.56GW，其中海外出货量 2.3GW，海外业务占比提升至 52.9%，海外营

收超 59.24 亿元，同比大幅增长 55.48%。展望未来，随着光伏产业链成本不断降低，部分海外国家已经实现或趋近平价上网，市场需求被相继激发，行业有望迎来持续成长。在此背景下，具有全球品牌优势的协鑫集成将会深度受益于不断成长的全球光伏市场。2019 年，随着公司对海外市场精耕细作，海外业务占比也有望进一步提升至 80%以上，从而成为公司最强劲业绩引擎。

“鑫单晶”快速崛起，降本增效助力平价上网。不同于光伏行业的两条传统技术路线——铸锭多晶和直拉单晶，协鑫集团所研发的“鑫单晶”产品（铸锭单晶）兼具单晶高效率和多晶低成本的双重优势，为光伏产业降本增效尽快实现平价上网找到新的途径。此外，与直拉单晶相比，铸锭单晶具有更低的氧含量和更少的光衰减；故而，鑫单晶产品自推出以来，市场接受度和产品竞争力快速提升。随着鑫单晶快速崛起，协鑫集成作为中下游组件和集成商，有望与集团内保利协鑫形成良好的上下游联动效应，进一步助力公司品牌塑造和市占率提升。

积极推进第二主业，塑造半导体领域“鑫”动力。由于半导体产业与光伏产业同属硅产业的两个不同分支，具有一定的技术同源性，公司在深耕光伏多年之后，顺应半导体产业向中国转移的时代潮流，积极布局第二主业（半导体业务）。公司于 2018 年底发布定增预案，拟募集资金用于投资半导体领域的再生晶圆、C-Si 材料、半导体拉晶炉及其零部件，此次定增项目均属于半导体产业链中的关键设备及材料，国内配套相对空白。芯片国产化离不开配套设备及关键材料的国产化，随着国内晶圆厂规模扩大，与之配套的设备及材料需求亦将快速增长，而公司定增项目的落地，既可助力芯片国产化进程，又有力增厚自身业绩。除本次定增项目以外，协鑫集成 2019 年初所出资设立的半导体产业基金（新华半导体）也是公司在半导体领域的重要布局，未来，协鑫集成有望借助产业基金在半导体产业资源整合等诸多方面进行深度延展，为我国半导体事业的蓬勃发展注入“鑫”动力。

盈利预测和投资评级：维持公司增持评级。随着产业链成本不断下降，平价上网脚步临近，光伏行业有望迎来新的成长机遇，在此背景下，协鑫集成坚定实施“光伏国际化”战略，降本增效多维并举，确保公司业绩持续且高质量向前发展。在努力做强光伏主业的同时，公司亦积极布局半导体第二主业，无论是此次定增项目还是出资设立半导体产业基金，无不彰显出协鑫集成在硅价值链上力争上游的决心。未来几年，光伏+半导体双轮驱动的成长逻辑将会是公司最值得期待的看点。

由于募投项目的实施仍具有一定的不确定性，基于审慎性原则，暂不考虑半导体募投项目对公司的业绩贡献，预计公司 2019-2021 年将分别实现净利润 1.01、1.26、1.58 亿元，对应 2019-2021 年 PE364.84、290.79、232.59 倍，维持公司增持评级。

风险提示：1) 光伏组件需求不及预期；2) 募投项目实施不及预期；3) 半导体需求不及预期；4) 半导体产品研发进度不及预期；5) 半导体客户验证不及预期。

1.3、业绩符合预期，成长逻辑不断兑现——杭州园林（300649）2018 年报点评

分析师：谭倩 S0350512090002 分析师：任春阳 S0350517100002

业绩大增 50.60%，主要源于 EPC 的贡献

公司 2018 年实现营收 5.23 亿元，同比增长 185.01%，实现归属净利润 5232 万元，同比增长 50.60%，实现扣非后的归属净利润 5114 万元，同比增长 52.97%，符合市场预期。业绩大增的主要原因是 EPC 业务的贡献。分业务来看：园林设计业务实现营收 1.57 亿元，同比增长 10.41%；EPC 业务实现营收 3.66 亿元，同比大增 786.06%。毛利率方面：园林设计业务的毛利率较高，达到 54.33%，但同比下降 2.56pct；EPC 业务毛利率为

11.49%，同比上升 0.45pct；由于 EPC 营收占比较大，因此拉低公司整体毛利率由去年的 48.44% 下降到 25.50%。期间费用方面：销售费用 247.08 万元，同比减少 8.84%，管理费用（加研发费用）5770.97 万元，同比增加 52.74%，主要是业务规模扩张及员工工资增加。财务费用 12.94 万元，同比减少 88.50%，主要因为公司装修新办公楼导致存款利息收入减少。经营性现金流净额为 4036 万元，较上年同期增加 91.82%，现金流有较大改善。

从设计走向 EPC，成长逻辑不断兑现，在手订单充足保障业绩增长

公司拥有风景园林和建设设计双甲级资质，凭借西湖综合保护工程、西溪国家湿地公园、“G20 杭州峰会”、“厦门金砖国家领导人会议”核心景观设计等作品塑造了良好的品牌形象，是风景园林景观设计行业龙头企业。公司在巩固设计业务的同时，充分发挥设计业务把握着项目的全局的入口优势，积极向下游 EPC、工程等业务拓展，优势明显（设计业务一般只占工程项目总承包规模的 3-5% 左右，拓展 EPC 业务能够大幅提升营收水平，打开新的成长空间）。公司自 2017 年以来已成功承接了博鳌大农业国家公园一期工程项目工程总承包（EPC）、博鳌通道景观提升工程总承包（EPC）和博鳌滨海大道绿化提升工程项目总承包（EPC）等设计、施工一体化业务，为公司开拓工程总承包业务奠定基石。此后公司陆续中标了浙江中航通飞研究院科研中心项目 EPC 总承包项目、铜鉴湖大道配套工程（EPC）总承包和良渚遗址公园旅游基础设施配套工程总承包项目，中标金额合计超过 6 亿元。EPC 业务拓展顺利，无论是订单获取亦或是业绩增速，成长逻辑不断兑现，在手订单充足保障未来业绩高速发展。

盈利预测和投资评级：维持公司“增持”评级。我们看好公司的品牌优势及拓展 EPC 业务带来的成长空间，预计公司 2019-2021 EPS 分别为 0.76、0.93、1.12 元，对应当前股价 PE 为 34、28、23 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：项目拓展不及预期的风险、应收账款大幅增加的风险、向工程领域拓展的不确定性风险、利率上行风险、合同执行低于预期风险、宏观经济下行风险。

【分析师承诺】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构

亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。