

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2017年08月09日
市场数据

目前股价	12.19
总市值（亿元）	181.67
流通市值（亿元）	99.34
总股本（万股）	149,036
流通股本（万股）	94,969
12个月最高/最低	17.68/11.15

分析师

分析师：王习 S1070515080003

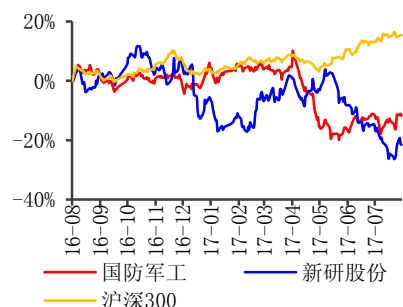
电话：010-88366060-8757

邮箱：wangxi@cgws.com

分析师：蔡维 S1070517050001

电话：021-31829695

邮箱：caiwei@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<农机业务低迷，明日宇航稳中有升>>

2017-03-28

<<传统主业低迷，明日宇航可期>>

2016-08-10

航空航天向好农机下滑，三季度军品放量可期

——新研股份（300159）公司动态点评
盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,471.84	3,225.30	4,020.11
(+/-%)	38.0%	30.5%	24.6%
净利润	473.12	660.00	855.21
(+/-%)	88.5%	39.5%	29.6%
摊薄 EPS	0.32	0.44	0.57
PE	38	28	21

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **航空航天向好农机下滑，三季度军品或放量：**公司2017年上半年实现营业收入4.88亿元（+86.58%），实现归属于上市公司股东净利润9143.70万元（+402.15%），扣非后归属于上市公司股东净利润7375.01万元（+2218.30%），EPS为0.0614元。其中，专用设备制造（明日宇航）板块实现营收4.36亿元，同比增长222.91%，上半年公司努力提高机床主轴利用率，开展难加工技术研究并且提升了装配技术，订单和交付速率得到大幅提高。而专用设备制造（农机）板块营收同比下滑58.88%，毛利率也出现较大幅度下滑，主要原因为农机行业在度过黄金期之后，正进入深度调整期。公司同时预计今年1-9月累计净利润或达到2.54亿元（+136.58%）至2.80亿元（+161.48%），而得益于航空航天板块军工业务稳步增长，三季度单季净利润有望达到1.62亿（+82.24%）至1.89亿（+112.24%）。

■ **防务业务稳中有升，成立子公司扩大产能：**2017年上半年公司防务板块（明日宇航）实现营收4.36亿元，明日宇航作为公司航空航天板块的发展平台，借“深度军民融合”上升为国家战略的东风，与央企“小核心、大协作”项目进行了全面对接。军机方面，定位中国宇航工业后花园，在河北、沈阳、成都、贵州、天津等中国航空航天工业重要省份分别投资建设产业园，按照专业化细分发展的思路，积极开展平台级任务承接。民机方面，明日宇航以中国商飞C929项目为牵引，以大飞机复合材料关键零部件和大部段为切入点，开展国际业务合作，深层次技术合作，与空客、波音、庞巴迪、以色列航空、GE、CFM、普惠、罗罗等国际知名航空企业以及其旗下一级供应商洽谈全面合作，同时积极参与商发CJ-2000前期研制工作，抢占国产大飞机和国际转包主流市场。目前公司有105台五轴数控机床、101台四轴数控机床、58台三轴数控机床、28台复合材料零部件特种加工设备，拥有的五轴龙门机床数量在所有航空航天结构件上市公司中位列第一，且公司五轴机床的质量和主轴转速都处于行业领先水平。考虑到公司目前的产能充沛，我们预计十三五期间随着歼20、运20

和直 20 等主战机型加速列装，未来三年公司业绩或保持较高速增长。

- **农机业务出现下滑，未来发展预期不确定：**因粮食价格下滑、国二升国三成本上升、补贴额度下降以及去年国二农机大量去库存等原因，今年的农机行业进入深度调整期。数据显示，今年 1-5 月，自走式谷物收获机 2.11 万台，同比下降 21.8%，自走式玉米收获机销量 0.19 万台，同比下降 55.9%。与此同时，今年中央农机购置补贴压减至 186 亿元，较去年缩减 50 亿元，一定程度减弱农民购买的意愿。
- **商业航天引领产业升级，卫星业务将逐步贡献业绩：**报告期内，西藏明日宇航在卫星硬件方面完成了“明日宇航一号”卫星的技术论证与商务谈判，具备了随时签订正式合同的条件；卫星应用方面完成了以中电科 54 所为龙头的“信息化产业联合体”的成立，组织了卫星轨位申报与协调，完成了运营牌照的申报，组织了行波管数字流量租赁谈判、终端产品的开发、地面关口站的技术论证、数字加密技术论证、终端客户体验调研，为未来天地一体化通信网络的建设奠定了坚实的市场和技术基础。根据美国航天基金会发布的报告统计，2015 年全球航天经济总量约 3353 亿美元，其中商业航天产业占比高达 76%。根据市场预测，到 2020 年，全球航天产业市场总额将达到 4850 亿美元，中国市场包括运载火箭、卫星应用、空间宽带互联网等将达到 8000 亿元人民币。明日宇航于 2016 年 12 月投资设立控股子公司西藏宇航，将以西藏宇航为平台，利用我国高可靠性的成熟航天货架产品和服务，通过创新商业模式，打造太空技术综合经济体。今年 3 月，西藏明宇拟与中国空间技术研究院（航天五院）签署《重大经营合同》，以不超过 10 亿元向航天五院订购一颗 KA 频段高通量通信卫星，并按合同完成在轨交付。根据明日宇航卫星通信的星座发展规划，利用成熟技术建造第一颗卫星，在 2018 年提供服务，同步开展新卫星的研制，确保在 2019 年发射一颗国际领先水平的卫星，力争用 10 年左右的时间，建设成具有 12 颗在轨卫星的自主可控的宽带卫星通信系统。我们认为西藏航宇将通过国内卫星发射业务提供商进行卫星发射并自主运营，主要从事宽带接入和增值业务，从今年起将逐步贡献业绩。
- **风险提示：**重组后资产整合风险；明日宇航业绩低于预期风险；明日宇航产品质量、准时交期风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,401.04	1,791.41	2,471.84	3,225.30	4,020.11	成长性					
营业成本	875.80	1,195.63	1,557.17	1,990.66	2,448.77	营业收入增长	149.8%	27.9%	38.0%	30.5%	24.6%
销售费用	64.34	53.68	119.47	155.88	194.30	营业成本增长	150.6%	36.5%	30.2%	27.8%	23.0%
管理费用	95.55	189.09	214.09	279.34	348.18	营业利润增长	174.7%	-21.9%	101.5%	40.9%	30.3%
财务费用	10.91	36.49	44.56	44.75	46.34	利润总额增长	171.3%	-16.6%	86.8%	39.5%	29.6%
投资净收益	1.92	0.81	0.00	0.00	0.00	净利润增长	168.1%	-16.6%	88.5%	39.5%	29.6%
营业利润	334.04	260.82	525.49	740.23	964.52	盈利能力					
营业外收支	14.95	30.15	18.14	18.14	18.14	毛利率	37.5%	33.3%	37.0%	38.3%	39.1%
利润总额	348.99	290.98	543.63	758.36	982.66	销售净利率	21.4%	13.7%	18.7%	20.0%	20.8%
所得税	48.57	45.89	81.54	113.75	147.40	ROE	5.4%	4.3%	7.5%	9.5%	11.0%
少数股东损益	-0.34	-5.85	-11.04	-15.40	-19.95	ROIC	41.5%	4.3%	7.5%	9.0%	10.7%
净利润	300.75	250.94	473.12	660.00	855.21	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	4.6%	3.0%	4.8%	4.8%	4.8%
					(百万)	管理费用/营业收入	6.8%	10.6%	8.7%	8.7%	8.7%
流动资产	2,473.47	2,595.82	3,070.33	3,557.59	4,690.03	财务费用/营业收入	0.8%	2.0%	1.8%	1.4%	1.2%
货币资金	1,094.89	924.57	494.37	645.06	804.02	投资收益/营业利润	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	814.34	1,118.51	1,547.51	1,931.16	2,404.75	所得税/利润总额	13.9%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	79.79	110.67	153.11	191.07	237.93	应收账款周转率	2.63	1.85	1.69	1.69	1.69
存货	372.59	329.94	717.37	621.50	1,025.48	存货周转率	3.14	3.40	2.97	2.97	2.97
非流动资产	5,053.15	5,464.34	5,672.29	5,880.25	6,068.56	流动资产周转率	0.80	0.71	0.87	0.97	0.97
固定资产	1,368.21	1,519.72	1,422.03	1,324.33	1,578.41	总资产周转率	0.32	0.23	0.29	0.35	0.40
资产总计	7,526.62	8,060.17	8,742.62	9,437.84	10,758.59	偿债能力					
流动负债	848.58	899.78	1,120.15	1,170.76	1,656.24	资产负债率	24.9%	26.8%	27.2%	25.7%	27.1%
短期借款	204.00	120.00	54.32	39.75	219.26	流动比率	2.91	2.88	2.74	3.04	2.83
应付款项	451.32	468.21	729.37	801.60	1,081.69	速动比率	2.48	2.52	2.10	2.51	2.21
非流动负债	1,027.03	1,257.37	1,257.37	1,257.37	1,257.37	每股指标 (元)					
长期借款	767.00	1,011.07	1,011.07	1,011.07	1,011.07	EPS	0.20	0.17	0.32	0.44	0.57
负债合计	1,875.62	2,157.15	2,377.52	2,428.13	2,913.62	每股净资产	3.75	3.90	4.22	4.66	5.24
股东权益	5,651.00	5,903.01	6,365.10	7,009.71	7,844.97	每股经营现金流	0.36	0.13	(0.01)	0.35	0.22
股本	1,490.36	1,490.36	1,490.36	1,490.36	1,490.36	每股经营现金/EPS	1.80	0.77	(0.03)	0.78	0.39
留存收益	646.80	872.20	1,345.32	2,005.32	2,860.53	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	59.54	86.16	75.13	59.73	39.78	PE	60.41	72.40	38.40	27.53	21.24
负债和权益总计	7,526.62	8,060.17	8,742.62	9,437.84	10,758.59	PEG	2.02	1.43	1.51	0.44	0.62
现金流量表					(百万)	PB	3.25	3.12	2.89	2.61	2.33
经营活动现金流	540.76	192.70	-12.09	517.87	333.66	EV/EBITDA	44.85	38.20	27.44	20.99	16.70
其中营运资本减少	-536.39	-235.56	-754.73	-422.09	-826.47	EV/SALES	13.12	10.50	7.81	5.98	4.83
投资活动现金流	-971.58	-605.23	-307.87	-307.87	-307.87	EV/IC	3.17	2.91	2.60	2.39	2.14
其中资本支出	320.76	615.54	323.28	323.28	323.28	ROIC/WACC	19.66	2.03	3.55	4.26	5.05
融资活动现金流	978.44	240.60	-110.24	-59.31	133.17	REP	0.16	1.43	0.73	0.56	0.42
净现金总变化	547.62	-171.93	-430.20	150.69	158.96						

研究员介绍及承诺

王习: 军工行业分析师, 香港理工大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券。

蔡维: 军工行业分析师, 复旦大学飞行器设计硕士, 2016 年加入长城证券。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编: 200126 传真: 021-31829681
网址: <http://www.cgws.com>